

PARTE II – ESTUDIO DE CASOS DE PAÍSES

116. Esta parte del documento contiene los 18 estudios de casos de países preparados por los encargados de administrar la deuda pública. Cada estudio se centra en las medidas que tomaron los distintos países en estos últimos años para mejorar las prácticas de gestión de la deuda pública, así como su relación con las directrices para la gestión de la deuda pública.

I. BRASIL¹⁹

117. El Gobierno de Brasil ha puesto en práctica una serie de medidas para mejorar la gestión de la deuda pública. En el presente documento se ofrece una perspectiva general de las principales directrices que siguen actualmente las autoridades encargadas de la gestión de la deuda pública brasileña, y las compara con las que proponen el FMI y el Banco Mundial en su informe conjunto: “Directrices para la gestión de la deuda pública”.

118. La sección A abarca una amplia gama de temas. Comienza con un breve examen de los objetivos y el alcance de la gestión de la deuda pública en Brasil y su coordinación con las políticas monetaria y fiscal. Luego se describen las principales medidas para mejorar la transparencia y la rendición de cuentas. Estas comprenden la clara definición de las funciones y atribuciones para la gestión de la deuda, la completa divulgación de la información y la frecuente inspección de las actividades de la gestión de la deuda por parte de auditores externos. Finalmente, se presentan los aspectos más pertinentes de la gobernanza y la gestión de las operaciones internas, incluidas las recientes reformas institucionales.

119. La sección B se refiere a las directrices consideradas para determinar las estrategias óptimas que permitan mantener el costo y el riesgo de la deuda pública a niveles viables. Además de ilustrar el comportamiento reciente de varios indicadores de la gestión de la deuda, esta sección describe la implementación de un marco para la gestión de activos y pasivos (GAP), y estrategias que contemplen la reducción de los riesgos de refinanciamiento y de mercado. También se describen las principales características de los modelos de gestión del riesgo que se están aplicando o desarrollando.

120. La tercera y última sección cubre los pasos que se han dado para desarrollar los mercados de valores públicos. Se resalta la descripción de algunas medidas importantes que tomaron el Tesoro y el Banco Central de Brasil, en noviembre de 1999, y el esfuerzo constante para estimular la demanda de valores de largo plazo.

A. Creación de un marco institucional y de gobernanza sólidos

Objetivos y coordinación de la gestión de la deuda

Objetivos

121. Conforme a las directrices sugeridas por el FMI y el Banco Mundial, la directiva básica que sigue el gobierno brasileño en la gestión de la deuda pública es minimizar los costos a largo plazo, teniendo en cuenta el mantenimiento de niveles de riesgo razonables.

¹⁹El estudio de caso fue preparado por la Unidad de gestión de la deuda/*Secad III* del Tesoro Nacional de Brasil.

Como objetivo secundario y complementario, la oficina de la deuda pública brasileña ha estado tomando medidas encaminadas a desarrollar su mercado interno de valores públicos.

122. Si bien las autoridades encargadas de la gestión de la deuda procuran implementar estrategias cuyo objetivo es minimizar el costo de la deuda pública brasileña, se brinda una atención especial a los riesgos que cada estrategia trae aparejados. También son relevantes los esfuerzos del gobierno para establecer una reputación sólida frente a los acreedores, respetando los contratos y evitando un enfoque oportunista en su relación con el mercado.

123. En lo referente a los riesgos implícitos, se ha hecho hincapié en el seguimiento de los riesgos de mercado y principalmente el de refinaciamiento. En este sentido, el Tesoro brasileño, como se detalla más adelante, ha logrado extender los plazos medios de vencimiento de la deuda y suavizar el perfil de rescate. Se presta especial atención al monto de la deuda con vencimiento a corto plazo (12 meses), con miras a reducir la exposición del Tesoro al riesgo de que se produzcan hechos indeseables.

124. Otra directriz principal que sigue la oficina de gestión de la deuda brasileña es la de reemplazar gradualmente los valores con interés variable por valores con interés fijo. No obstante, si bien es una medida importante para reducir el riesgo de mercado, el hecho de cambiar la composición de la deuda por una mayor concentración de instrumentos con interés fijo frecuentemente ha reñido con el objetivo de mantener el riesgo de refinaciamiento a niveles adecuados. Este dilema ocurre debido a que la demanda de bonos a largo plazo con interés fijo sigue siendo limitada. A medida que aumente la demanda de estos valores —manteniendo políticas macroeconómicas sólidas y estables— habrá lugar para una estrategia más arriesgada que favorezca esos valores.

125. Finalmente, cabe mencionar que el Tesoro brasileño intenta desarrollar el mercado secundario como ámbito principal para el logro de los objetivos mencionados. Algunas medidas ya están en vigor (véase la sección C), a saber:

- Mejora de la estructura de plazos de los intereses.
- Normalización de instrumentos financieros.
- Fungibilidad de valores con interés variable.

Alcance

126. El alcance de la gestión de la deuda pública brasileña también concuerda con las directrices del FMI y el Banco Mundial. Abarca las principales obligaciones financieras sobre las que el gobierno central ejerce control, que incluyen las deudas negociables y no negociables, las deudas en moneda nacional y extranjera, y los pasivos contingentes²⁰. Dado

²⁰El Tesoro Nacional toma en cuenta, a los efectos de la gestión de la deuda, los pasivos contingentes que aún no se han materializado y para los cuales existe una obligación legal y/o contractual, como las garantías del gobierno para préstamos en moneda extranjera, programas del gobierno, etc.

que el Tesoro brasileño ha adoptado un marco de gestión de activos y pasivos integrado, las características de los activos también se toman en cuenta en la gestión de la deuda pública.

Coordinación con las políticas monetaria y fiscal

127. En lo referente a la coordinación con la política fiscal, los programas de endeudamiento se basan en las proyecciones fiscales que establece el presupuesto federal y aprueba el Parlamento. El Tesoro también elabora y publica un detallado plan anual de endeudamiento que se somete al Ministerio de Hacienda para su revisión y aprobación.

128. Hay una estrecha interacción entre las autoridades del Tesoro y del banco central en lo referente a la política monetaria. Periódicamente se celebran reuniones entre miembros de ambas instituciones, en las que se comparte información sobre las necesidades actuales y futuras de liquidez del gobierno. Además, si bien las decisiones finales sobre las estrategias para el financiamiento de la deuda pública corresponden al Tesoro Nacional, siempre se consulta previamente con las autoridades del Banco Central de Brasil (BCB) a los efectos de medir el impacto potencial de dichas estrategias sobre la gestión de las políticas monetaria y cambiaria.

129. Una medida importante adoptada en Brasil es que a partir de mayo de 2002, la Ley de responsabilidad fiscal ya no permite que el banco central emita sus propios valores²¹. Actualmente, la política monetaria se gestiona a través de operaciones de mercado secundario con valores del Tesoro, lo que otorga una mayor transparencia entre la política fiscal y monetaria.

Transparencia y rendición de cuentas

130. Los administradores de la deuda brasileña tratan de lograr la transparencia y una correcta rendición de cuentas divulgando públicamente las funciones y responsabilidades en la gestión de la deuda. También publican información referente a políticas y estadísticas sobre la gestión de la deuda. Además, frecuentemente se realizan auditorías externas para examinar y evaluar las actividades relativas a la gestión de la deuda pública.

Funciones y cometidos en la gestión de la deuda

131. Las funciones y responsabilidades en la gestión de la deuda están clara y formalmente definidas mediante instrumentos jurídicos. En el sitio del Tesoro en Internet aparece un resumen de las leyes²². La gestión de la deuda pública interna y externa está a cargo del Ministerio de Hacienda y a su vez, dentro del ministerio, de la Secretaría del Tesoro Nacional

²¹Previendo esta medida, el banco central dejó de emitir sus propios valores en octubre de 2001.

²²www.tesouro.fazenda.gov.br

(es decir, la oficina de la deuda pública). Del mismo modo, se divulga toda la reglamentación relativa a la gestión de la deuda y a las actividades de los mercados primario y secundario, y sobre los sistemas de compensación y liquidación para las negociaciones de valores públicos.

Disponibilidad pública de información

132. La información sobre las políticas y operaciones de gestión de la deuda se divultan al público mediante un calendario regular de subastas, y la publicación periódica de informes, que se pueden consultar en el sitio del Tesoro en Internet. Además de publicar su plan anual de financiamiento, que incluye las principales directrices y estrategias a seguir durante el año, la Secretaría del Tesoro Nacional proporciona estadísticas detalladas sobre la deuda pública en dos informes mensuales, uno sobre la deuda interna federal (en cooperación con el BCB) y el otro sobre los resultados fiscales del Tesoro Nacional.

Auditoría externa

133. La gestión de la deuda se somete anualmente a una auditoría externa. Habitualmente están a cargo de esa función dos entidades: la *Secretaria Federal de Controle* – SFC (organismo de auditoría interna – poder ejecutivo), y el *Tribunal de Contas da União* – TCU (organismo de auditoría externa). Estos organismos están afiliados respectivamente al poder ejecutivo y legislativo del gobierno federal. Si bien la SFC cumple una función importante al llevar a cabo una auditoría preliminar de las actividades de gestión de la deuda pública, al TCU le cabe la responsabilidad última por su aprobación.

134. Además, el Parlamento exige algunos informes relativos a las actividades de la gestión de la deuda, entre los cuales cabe destacar los siguientes:

- Informe sobre la gestión fiscal—seguimiento de los límites de deuda²³.
- Balance de las cuentas del gobierno federal—una descripción de todos los gastos federales a lo largo del año, que se remite anualmente al Parlamento y al TCU.

Marco institucional

Gobernación

135. A partir de noviembre de 1999, la Secretaría del Tesoro Nacional ha puesto en práctica un nuevo marco de organización para la gestión de la deuda, basado en la experiencia internacional de la oficina de gestión de la deuda. La oficina de la deuda pública consta de tres servicios principales:

²³ Actualmente el Parlamento y el poder ejecutivo están examinando los límites de deuda establecidos por la Ley de responsabilidad fiscal. El Secretario del Tesoro deberá presentar informes periódicos al Parlamento sobre estos límites.

- La oficina a cargo del registro, control, pago y contabilidad de las deudas interna y externa.
- La oficina a cargo de la elaboración de estrategias a mediano y largo plazo con el objetivo de reducir el costo y riesgo de la deuda, el seguimiento macroeconómico y las relaciones con los inversionistas.
- La oficina responsable del diseño e implementación de estrategias a corto plazo relacionadas con la emisión de bonos en mercados internos. Las actividades de esta oficina relacionadas con los préstamos del mercado internacional de capitales actualmente están a cargo del banco central, pero serán transferidas al Tesoro en septiembre de 2003.

136. El nuevo sistema institucional mejoró sustancialmente la gestión de la deuda, lo que permitió normalizar los controles operacionales, hacer seguimiento de los riesgos y separar las funciones relativas a la planificación a largo plazo (estratégica) y a corto plazo (táctica). Actualmente, la oficina de la deuda pública cuenta con unos 90 analistas financieros.

Gestión de las operaciones internas

137. A los efectos de mejorar las operaciones internas y en respuesta a la proliferación de sistemas de datos no integrados —que hacen que el proceso de compilación de datos sea engoroso, demorado y muy susceptible al riesgo operativo— el Tesoro ha iniciado un programa cooperativo con el Banco Mundial, que contempla tres módulos:

- Desarrollo de un sistema de informática.
- Normas de control, auditoría interna y seguridad, gobernanza y estructura orgánica.
- Gestión de riesgos.

138. Si bien estos módulos están interrelacionados, la atención se ha centrado en el desarrollo del sistema informático. Por lo tanto, el proyecto está orientado principalmente a establecer una plataforma integrada que mejore la eficiencia y fiabilidad de la contabilidad y la declaración de datos de la deuda pública, y así mejorar la capacidad y transparencia del Tesoro en la gestión de la deuda pública.

139. El nuevo marco institucional, ya mencionado, también representa un paso importante para reducir los riesgos operativos. Las funciones de la oficina de formulación de estrategias y la oficina de servicios auxiliares están claramente separadas, y la oficina de análisis y control de riesgos ha sido creada para responder a la necesidad de establecer las pautas y hacer el seguimiento del análisis del riesgo, independientemente del área encargada de ejecutar las transacciones en el mercado. Cabe mencionar que el banco central proporciona los servicios de registro y subasta, para lo cual recientemente se ha formulado un acuerdo oficial.

140. El proceso de contratación de personal tuvo algunas mejoras que se adoptaron ante la competencia entre las distintas carreras que integran el poder ejecutivo. Si bien todavía hay cierto grado de competencia con otras instituciones, tanto del sector público como del privado, el

Tesoro ha logrado contratar y mantener personal calificado mediante la reestructuración de la carrera de analista financiero del Tesoro, y la aplicación de un estricto proceso de selección dirigido principalmente a profesionales con sólida formación en economía y finanzas. También se han gastado considerables recursos en capacitación especializada para el personal de gestión de la deuda, por ejemplo, mediante cursos de postgrado en gestión de la deuda.

141. Otra medida que se tomó para mejorar la operación de gestión de la deuda fue la adopción, en febrero de 2001, de un código de conducta para los administradores de la deuda pública, que contiene algunas directivas relacionadas con su conducta —por ejemplo, la prohibición de adquirir bonos públicos— y la creación de un Comité de ética y conducta profesional de los encargados de administrar la deuda pública.

Marco jurídico relativo al endeudamiento

142. La legislación principal relativa al endeudamiento está definida básicamente en cuatro instrumentos: i) la Constitución de Brasil, que establece los límites para la deuda pública; ii) la Ley de responsabilidad fiscal que establece el marco regulador para la política fiscal; iii) la ley de directrices para el presupuesto, y iv) la Ley de presupuesto anual - LOA (los montos obtenidos en préstamo durante todo el año no pueden exceder el total establecido en las fuentes presupuestarias específicas que se incluyen en la LOA). Además, se determina un tope para nuevos préstamos externos mediante una resolución del Senado.

143. Entre los instrumentos jurídicos mencionados, cabe destacar la Ley de responsabilidad fiscal, que constituye un hito en las finanzas públicas para todos los niveles de gobierno. Mediante un conjunto de normas, impone límites al gasto en nómina del gobierno y al monto de la deuda pendiente²⁴, lo que exige una mayor transparencia de las cuentas públicas, así como normas más estrictas para los funcionarios electos del poder ejecutivo al término de sus mandatos, y sanciones administrativas y punitivas para los administradores que no cumplan las leyes fiscales.

144. La Ley de responsabilidad fiscal reforzó la “regla de oro” establecida en el artículo 167-III de la Constitución Federal Brasileña, que establece la prohibición de realizar transacciones de crédito que excedan el monto de gastos de capital. También impone restricciones a las operaciones de crédito entre entidades públicas, incluidos el Tesoro Nacional y el BCB, y establece que, a partir de mayo de 2002, se prohíbe al BCB emitir sus propios valores en el mercado primario.

²⁴Estos límites se basan en la relación entre la deuda pendiente y los ingresos corrientes netos.

B. Desarrollo de la capacidad para evaluar y administrar el costo y el riesgo

Estrategia de gestión de la deuda

145. La estrategia de gestión de la deuda de Brasil sigue directrices que prepara inicialmente la Oficina de la deuda pública, y que se someten a la Secretaría del Tesoro Nacional y al Ministerio de Hacienda para su aprobación.

146. El Tesoro ha evolucionado paulatinamente hacia un marco de gestión de activos y pasivos (GAP). En este contexto, los riesgos inherentes a la estructura actual de la deuda se evalúan en función de las características de los activos, los ingresos tributarios y otros flujos de caja disponibles para el servicio de la deuda. En el balance del gobierno central se identifican los riesgos netos seleccionando los activos y pasivos financieros, incluidas las garantías, contragarantías y pasivos contingentes.

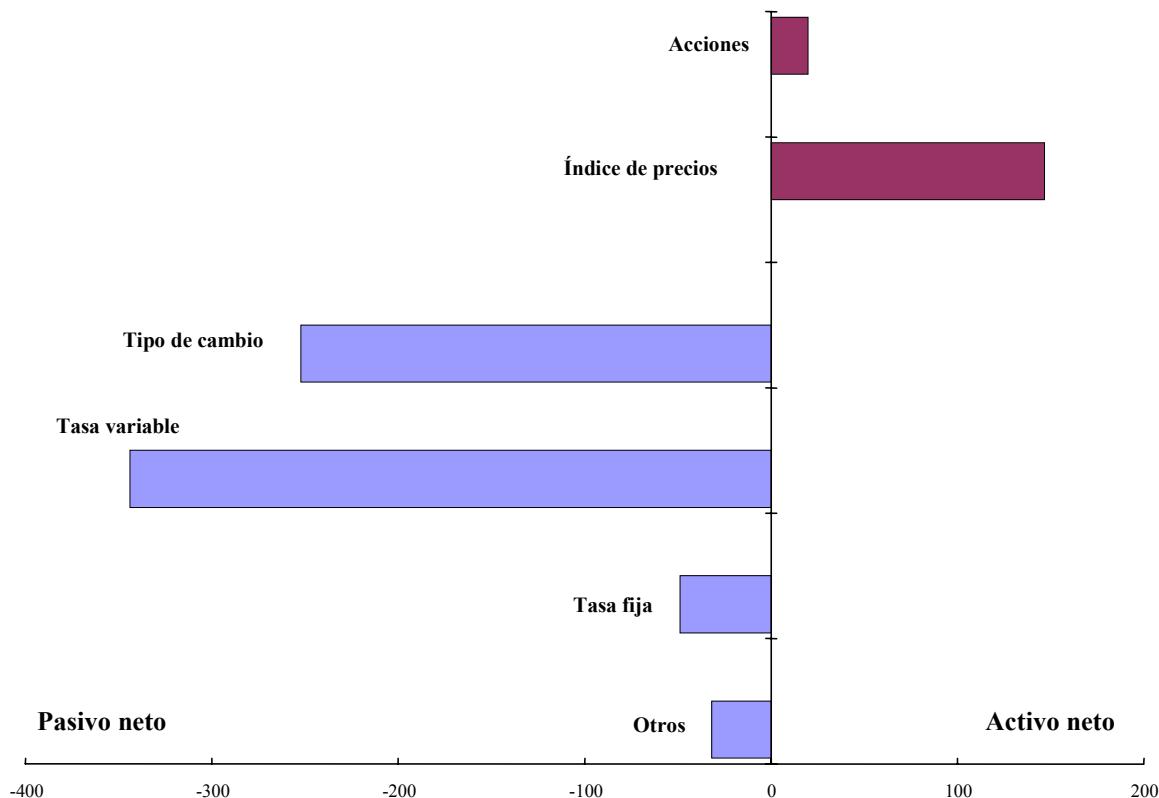
147. Los resultados de dicho análisis bajo un marco de GAP parecen indicar que en el caso de Brasil (como suele ocurrir en la mayoría de los países) los administradores de la deuda deberán tratar de lograr una composición de la deuda basada más en instrumentos con tasa de interés fija e indexados a la tasa de inflación. En el gráfico 1 se pueden apreciar los principales descalces entre activos y pasivos del gobierno central brasileño, a diciembre de 2001.

148. Se advierte que los principales descalces son los relacionados con el riesgo de tasas de interés y tipo de cambio. Si bien hay varios obstáculos para lograr, en el corto y mediano plazo, una cartera de deuda que se adecue a las características de los activos, los que administran la deuda consideran que este tipo de análisis de GAP es sumamente valioso para establecer estrategias a largo plazo que permitan lograr una composición óptima de la deuda.

149. Junto al objetivo de minimizar gradualmente la exposición al riesgo de tasas de interés y tipo de cambio, el gobierno brasileño, conforme a las directrices del FMI y el Banco Mundial, ha establecido entre sus prioridades la reducción del riesgo de refinanciamiento. No obstante, estos objetivos suelen ser incompatibles entre sí debido a que la demanda de valores a largo plazo con tasa de interés fija, y valores indexados a la tasa de inflación, sigue siendo limitada. Mientras tanto, el Tesoro Nacional y el banco central han concentrado sus esfuerzos en crear mercados secundarios y estimular operaciones con instrumentos a largo plazo de tasa de interés fija e instrumentos indexados a la tasa de inflación. Se ha comprobado que estas medidas ayudan a preparar el camino para lograr en el futuro una composición más adecuada de la deuda pública.

150. Otro aspecto importante de la estrategia de gestión de la deuda que está aplicando el gobierno brasileño es la gestión de caja. El Tesoro ha estado manteniendo suficientes reservas de efectivo para tener mayor flexibilidad en la aplicación de sus estrategias de refinanciamiento y, lo que resulta sumamente importante, reducir el riesgo de refinanciamiento de la deuda en condiciones temporalmente desfavorables.

Gráfico 1. Desequilibrios entre los activos y pasivos, diciembre de 2001
(En miles de millones de reales)



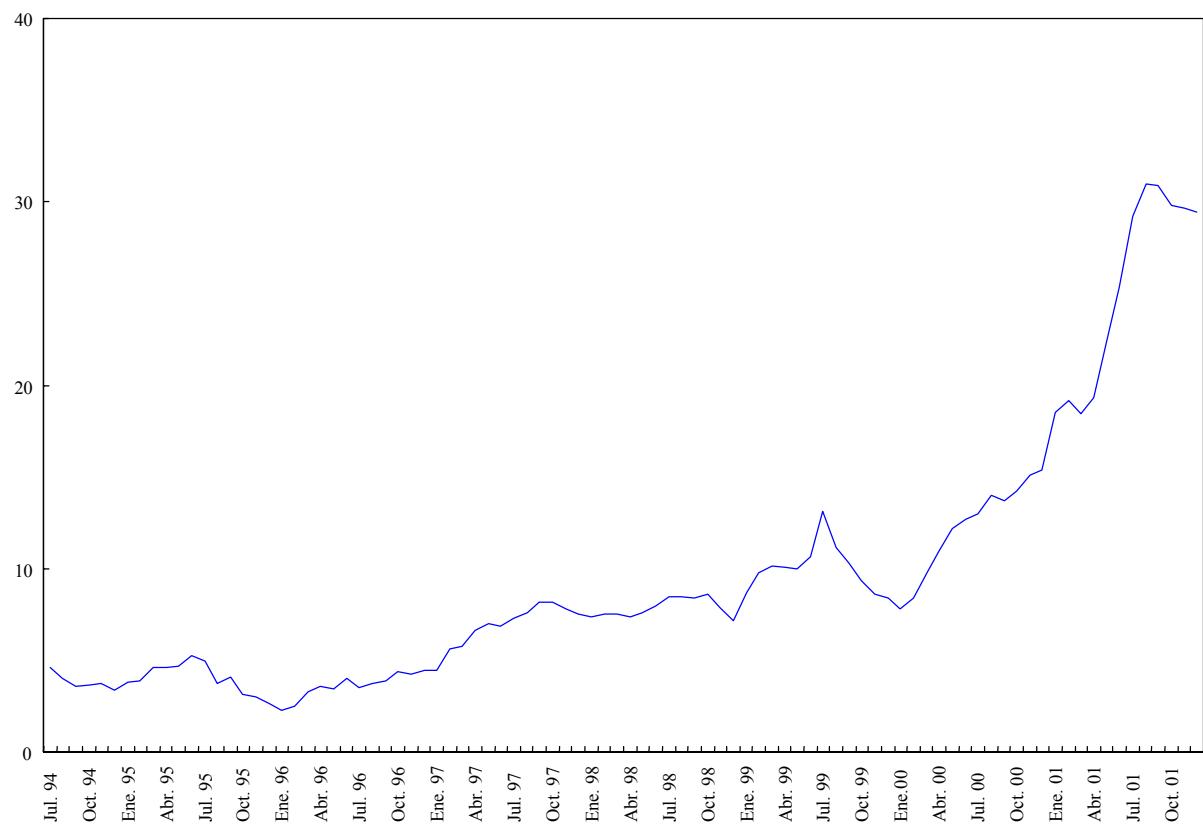
151. Las directrices para la gestión de la deuda, que hacen hincapié en la reducción del riesgo de refinanciamiento y siguen el marco de GAP, ya han producido buenos resultados. A fin de ilustrar los principales logros obtenidos con esta estrategia, y teniendo en cuenta que aún falta mucho para alcanzar una estructura de deuda más adecuada, a continuación se describe la evolución reciente de varios indicadores de gestión de la deuda y las lecciones aprendidas por los administradores de la deuda brasileña en los últimos años.

Prolongación del vencimiento medio de la deuda para reducir el riesgo de refinanciamiento

152. El plazo medio de los valores internos en circulación pasó de 27 meses en diciembre de 1999 a 35 meses en diciembre de 2001. Detrás de ese logro está el esfuerzo por ampliar el vencimiento de los valores emitidos mediante subastas, que representan aproximadamente el 70% de la deuda interna²⁵. El gráfico 2 muestra el notable aumento en el vencimiento medio de estos valores, que pasó de 4,6 meses en julio de 1994 a aproximadamente 29 meses en

²⁵ Además de emitir valores mediante subastas, en ciertas ocasiones el Tesoro brasileño está obligado por ley a emitir deuda directamente para determinados acreedores, principalmente a consecuencia de la titulización de la deuda.

Gráfico 2. Vencimiento medio–Deuda emitida mediante subastas
 Tesoro Nacional
 (En meses)

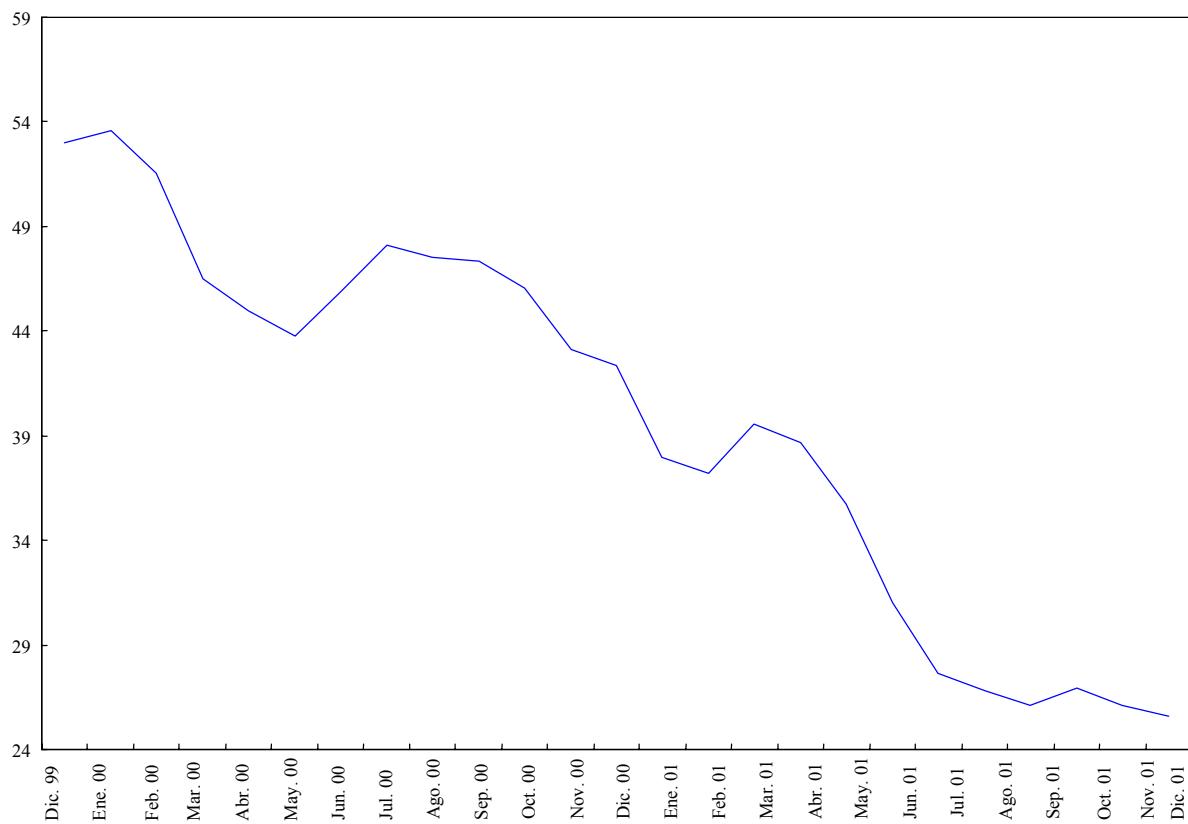


diciembre de 2001. Este aumento está vinculado al objetivo de reducir el riesgo de refinanciamiento y la explicación radica principalmente en las emisiones de bonos a largo plazo con tasa de interés variable e indexados a la tasa de inflación.

Mejoras en el perfil de rescates

153. La política de financiamiento del Tesoro registró un avance notable con respecto al porcentaje de valores que vencen a 12 meses, el cual bajó de 53% en diciembre de 1999 a 26% en diciembre de 2001, como se puede apreciar en el gráfico 3.

Gráfico 3. Porcentaje de deuda interna del gobierno central con vencimiento a 12 meses



Sustitución gradual de valores con tasa de interés variable por valores con tasa de interés fija

154. A mediados de 1995, el Tesoro Nacional inició un proceso de redefinición de la composición de su deuda. Una de las principales medidas que se contemplaban en dicho proceso era la desindexación de la deuda pública mediante un aumento gradual en la participación de la deuda con tasa de interés fija. Los dos gráficos que se presentan a continuación ilustran la estrategia de sustitución gradual de valores con tasa de interés variable por otros con tasa de interés fija. Se puede apreciar que los valores con tasa de interés fija se emitieron con vencimientos cada vez mayores hasta el momento en que se produjo la ola de crisis que sacudió los mercados emergentes, a partir de octubre de 1997. Hasta ese momento, el Tesoro había logrado suspender nuevas emisiones de valores con tasa de interés variable.

Gráfico 4. Vencimiento máximo al emitirse valores con tasa de interés fija, en meses

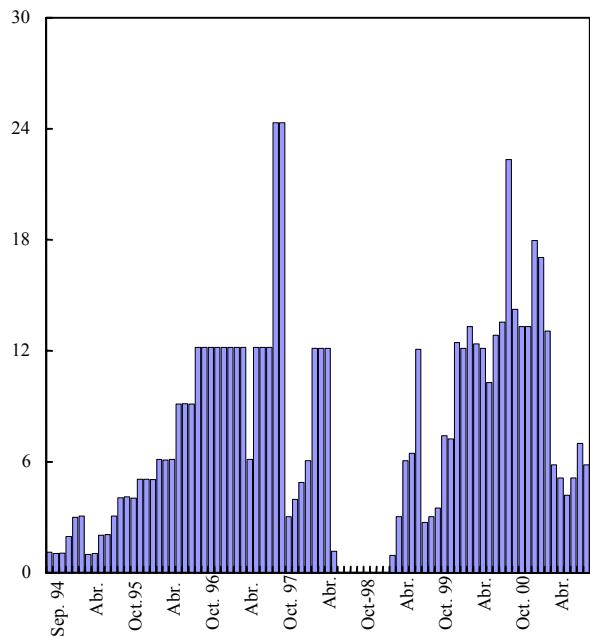
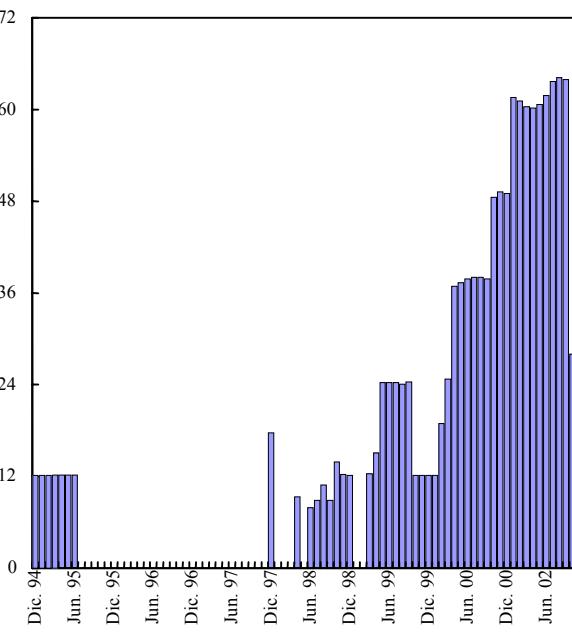


Gráfico 5. Vencimiento máximo al emitirse valores con tasa de interés variable, en meses

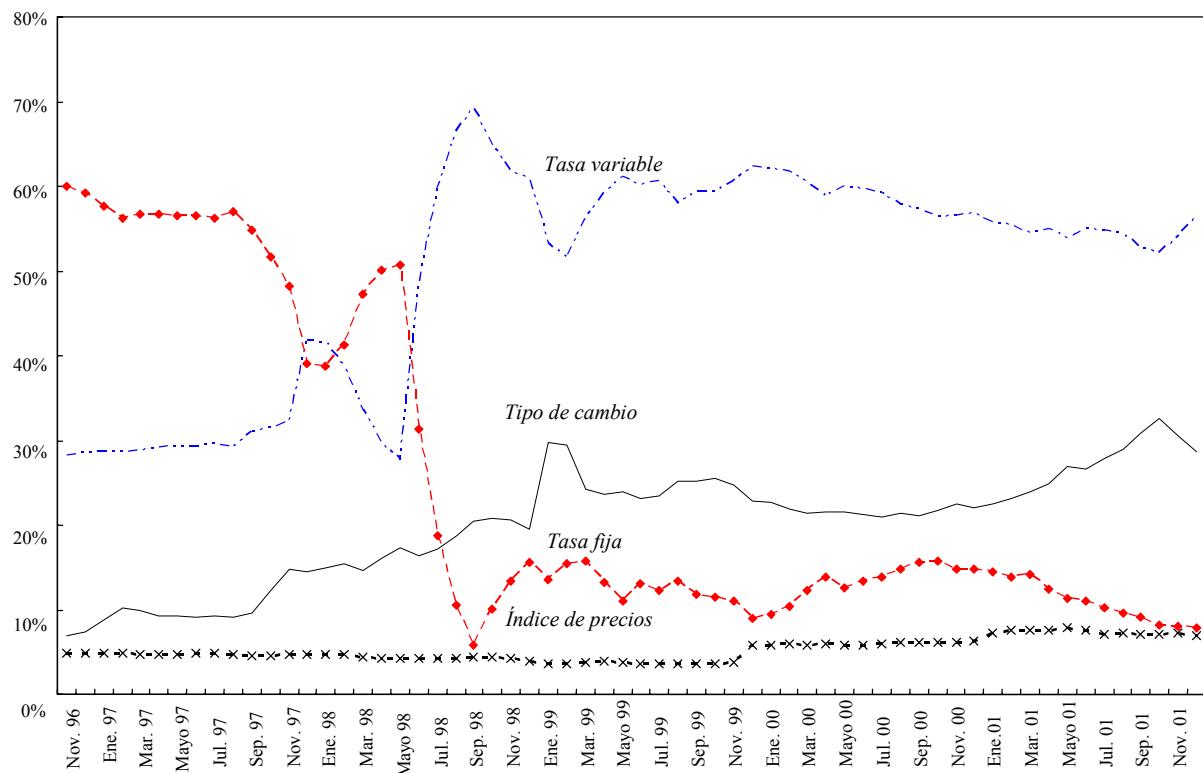


155. En los dos gráficos siguientes (4 y 5) también se muestra el cambio de objetivo en la estrategia de gestión de la deuda brasileña, con miras a la reducción del riesgo de refinanciamiento y la adopción de una estrategia sostenible mediante la emisión de instrumentos con tasa de interés fija. Para alcanzar estos objetivos, a partir de 1999 el Tesoro ha implementado emisiones de referencia de valores con tasa de interés fija a largo plazo que se emiten periódicamente y ha decidido ampliar el vencimiento de la deuda mediante la emisión de valores con tasa de interés variable a plazos mucho más largos que los observados históricamente.

Composición de la deuda

156. La composición de la deuda interna ha cambiado radicalmente en los siete últimos años (véase el gráfico 6). En los primeros años de estabilización económica que siguieron al lanzamiento del Plan Real en julio de 1994, el considerable aumento de los instrumentos con tasa de interés fija resultó insostenible debido a que las economías de mercado emergentes atravesaron, a partir de octubre de 1977, por un período de fuerte turbulencia. Ante la nueva coyuntura, el gobierno brasileño tuvo que aceptar un aumento en la participación de las tasas de interés variables, y por consiguiente una reducción en la de las tasas de interés fijas, a fin de evitar un aumento del riesgo de refinanciamiento.

Gráfico 6. Composición de la deuda por índice



157. De lo expuesto hasta ahora surge una enseñanza muy importante con respecto a la gestión de la deuda brasileña. A la par de la necesidad de políticas macroeconómicas sólidas y estables, como condición previa para formular una excelente gestión de la deuda, el desarrollo de mercados de deuda (de largo plazo) tiene también una importancia fundamental. En este sentido, las medidas adoptadas recientemente para mejorar la liquidez en los mercados secundarios, así como la implementación de las ya mencionadas emisiones de referencia de valores con tasa de interés fija a largo plazo y valores indexados a la tasa de inflación representan un avance importante para la mejora sostenible de la composición de la deuda.

Deuda externa

158. En 1995, luego de 15 años de ausencia, el gobierno brasileño se hizo presente nuevamente en el mercado internacional de capitales emitiendo bonos soberanos que tuvieron gran aceptación. Desde entonces, las principales medidas implícitas en las estrategias del gobierno brasileño en relación con los mercados internacionales de capitales han sido:

- Consolidar las curvas de rendimiento brasileñas en mercados estratégicos (dólar de EE.UU., euro, yen japonés) con patrones de referencia líquidos.

- Allanar el camino para que otros prestatarios accedan al financiamiento a largo plazo.
- Ampliar la base de inversionistas en la deuda pública brasileña.

159. A partir de 1996, el gobierno brasileño también ha aplicado la estrategia de recomprar deuda reestructurada (los denominados bonos Brady) y reemplazarla por nuevos bonos.

160. Los siguientes gráficos ilustran las operaciones con nuevos fondos y las operaciones de canje, por un total de US\$25.500 millones de deuda soberana emitida en mercados diversificados que se realizaron desde 1995. Cabe señalar que el gobierno brasileño ha implementado siete operaciones de canje desde mayo de 1997 a marzo de 2001, las cuales ayudaron a reducir la participación de los bonos Brady en la deuda externa en bonos, que pasó de 95,1% en diciembre de 1996 a 36,5% en diciembre de 2001.

Marco para la gestión del riesgo

161. Dentro del marco GAP, el análisis del riesgo se lleva a cabo en un modelo que permite que los administradores de la deuda proyecten los costos de la deuda previstos y potenciales bajo una diversidad de estrategias de refinanciamiento en el mediano y largo plazo. Para cada estrategia se generan indicadores fundamentales de gestión de la deuda, como la media de vencimiento, duración y composición de la deuda, que permiten que las autoridades decidan la estrategia más adecuada a seguir. Los principales riesgos que se vigilan son el riesgo de refinanciamiento, el riesgo de mercado y el riesgo de crédito (la mayoría de los activos del gobierno federal se componen de créditos de estados y municipios).

162. En el primer semestre de 2002 se puso en práctica un nuevo sistema de gestión del riesgo adaptado a las necesidades del grupo de gestión del riesgo. Este nuevo sistema permite realizar, además del mismo tipo de análisis que se venía llevando a cabo, un examen más integrado de las características de los activos y pasivos, y adoptar varios tipos de modelos “en riesgo”, por ejemplo: costo en riesgo, flujo de caja en riesgo y presupuesto en riesgo. Actualmente, el grupo de gestión de riesgo realiza el análisis basándose en escenarios deterministas y estocásticos. Como complemento, también se utiliza el análisis en escenarios de tensión.

163. Además de mejorar sus sistemas de gestión del riesgo, la oficina de gestión de la deuda de Brasil ha puesto empeño en desarrollar la especialización de su personal, mediante capacitación, contactos externos y contratación de asesores. Con este propósito, el ya mencionado programa de cooperación con el Banco Mundial contempla un módulo de gestión del riesgo que proporcionará amplia información sobre la experiencia internacional relativa a las prácticas óptimas de importantes oficinas de gestión de deuda soberana. El objetivo primario es desarrollar la capacidad para evaluar y administrar los riesgos financieros de una cartera de títulos de deuda soberana que inicialmente estará enfocada hacia un marco de gestión de activos y pasivos (GAP). Los participantes recibirán capacitación sobre las distintas técnicas que utilizan las oficinas de deuda, y se familiarizarán con los modelos de trayectoria futura para las variables del mercado. En la medida en que el personal técnico brasileño ya está desarrollando en forma paralela varias de estas técnicas, un estudio más profundo de las herramientas de gestión del riesgo adoptadas en otros países permitirá realizar comparaciones útiles y valiosas.

Gráfico 7. Emisión de bonos externos en el mercado internacional de capital
(En millones de US\$)

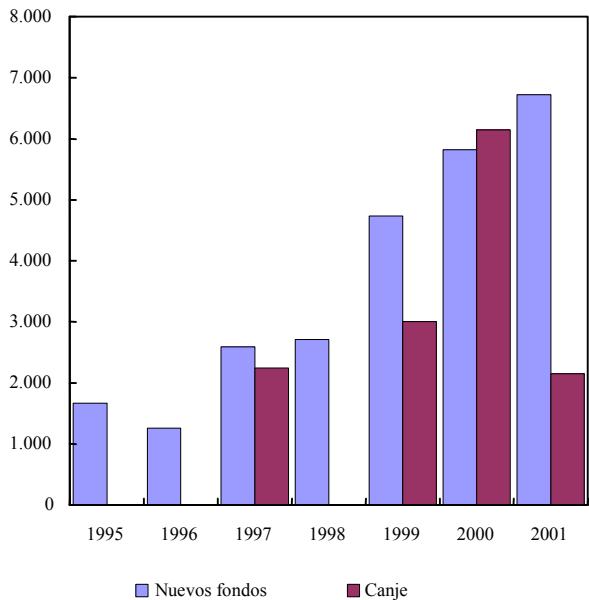
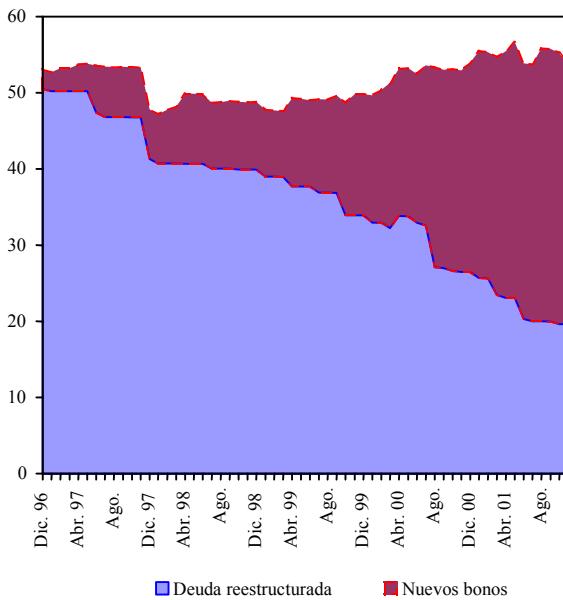


Gráfico 8. Deuda externa en bonos del gobierno federal
(En miles de millones de US\$)



C. Desarrollo de los mercados de títulos públicos

Medidas para mejorar el mercado de valores públicos

164. En el transcurso del segundo semestre de 1999, el Tesoro brasileño y el BCB designaron un grupo de trabajo con el cometido de preparar un diagnóstico que abordase los problemas relativos a los mercados de valores de deuda pública. Desde entonces, se han reorganizado algunos procedimientos y se introdujeron nuevos instrumentos y normas con la finalidad de reactivar el dinamismo del mercado de valores. El grupo de trabajo también deliberó sobre las estrategias que podrían mejorar la demanda de valores públicos a largo plazo y preparó una serie de medidas, productos y proyectos en materia de deuda pública en los mercados primario y secundario. Cabe mencionar las siguientes:

- Reducir la cantidad de series en circulación de deuda en valores nacionales.
- Utilizar los mecanismos de reoferta y recompra.
- Implementar subastas de ofertas en firme (para la formación de precios) a fin de emitir valores con tasa de interés fija a largo plazo.
- Publicar un calendario mensual de subastas de valores del Tesoro.
- Divulgar periódicamente información completa sobre las políticas de deuda pública y estadísticas.
- Mantener reuniones ordinarias con operadores de bolsa, inversionistas institucionales, calificadoras de riesgo y otros.

165. Las subastas con ofertas en firme comprenden dos etapas. En la primera etapa, solo los operadores primarios están autorizados para presentar ofertas, comprometiéndose a comprar los valores subastados a los precios y en las cantidades establecidos en sus ofertas. Esto no garantiza, sin embargo, que estas instituciones ganen la subasta. El Tesoro determina en la fase final la cantidad de valores a subastar y publica dicha información junto con el precio límite correspondiente observado en la primera etapa, que se toma como precio de referencia para la segunda etapa. Luego se realiza una subasta de precios discriminatoria con la participación de todas las instituciones financieras. Este procedimiento de subastas cumple una función importante pues permite reducir la incertidumbre relativa a la fijación de precios de los bonos con tasa de interés fija a largo plazo que emite el Tesoro, en virtud de que en el mercado brasileño las referencias para estos bonos son aún incipientes.

166. Las medidas adoptadas para desarrollar el mercado de valores públicos han sido favorables. Las notables mejoras en la estructura de plazos de las tasas de interés y el establecimiento de la fungibilidad para los valores con tasa de interés variable e indexados a la tasa de inflación han ayudado a estimular las negociaciones en el mercado secundario. Como consecuencia de esta última medida, se observó una reducción en la cantidad de series de valores con tasa de interés variable y tasa de interés fija en circulación, como se ilustra a continuación.

Cuadro 1. Cantidad de series en circulación

	Valores con tasa variable (VTV) 1/	Valores con tasa fija (VTF)	Valores vinculados a la inflación (VVI)	Total
Oct. de 1999	47	21	2 2/	70
Dic. de 2000	49	12	3	64
Dic. de 2001	40	14	6	60

1/ Solo para VTV emitidos mediante subastas.

2/ A partir de diciembre de 1999.

Mejora de la estructura de plazos

167. Las estructuras de plazos de las tasas de intereses y de indexación a la tasa de inflación han mejorado como consecuencia de la estrategia del Tesoro de crear emisiones de referencia de instrumentos a largo plazo. Actualmente, hay parámetros para curvas de índice de precios hasta de 30 años, mientras que las referencias de precios para los instrumentos de tasa de interés fija llegan a los 18 meses.

Ventas a través de Internet

168. Como parte de las recientes medidas encaminadas a desarrollar el mercado de valores públicos, a partir de enero de 2002, el Tesoro comenzó a vender instrumentos de deuda

pública a través de Internet. En virtud de haberse establecido límites de compra mínima y máxima bajos (aproximadamente US\$80 por transacción y US\$80.000 mensuales, respectivamente), esta medida está dirigida principalmente a pequeños inversionistas y procura estimular el ahorro interno a largo plazo.

169. Como se indica en el cuadro 2, la cantidad emitida a través de Internet a julio de 2002 rondó los US\$11 millones, de los cuales 77% correspondía a valores con tasa de interés fija. El total de inversionistas superó los 4.000 procedentes de 24 de los 27 estados brasileños.

Gráfico 9. Curva de rendimiento–VVI
(Duración en meses)

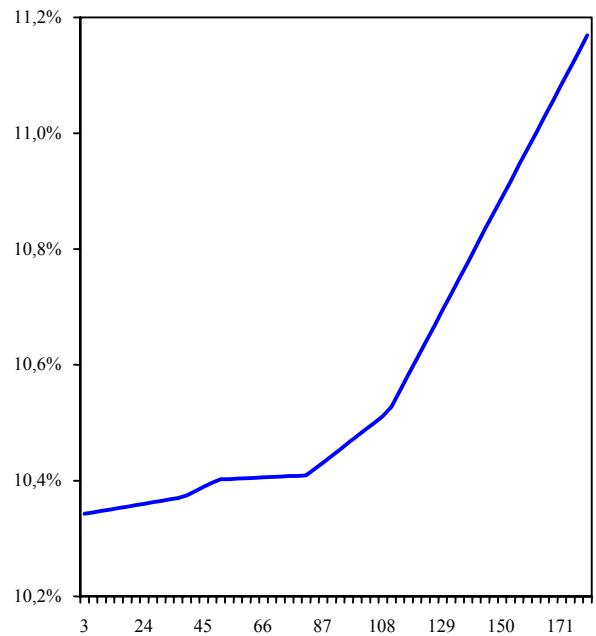
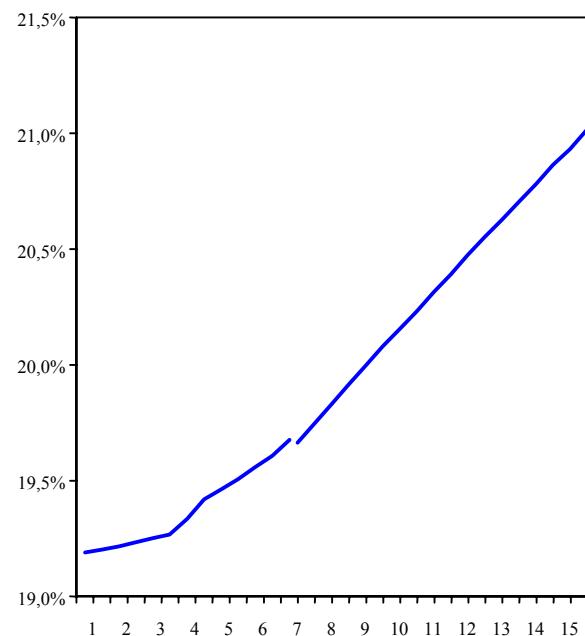


Gráfico 10. Curva de rendimiento–VTF
(Duración en meses)



Al 31 de diciembre de 2001.

Cuadro 2. Ventas a través de Internet
(Al 31 de julio de 2002)

	R\$	US\$
Monto total vendido	32.502.739	10.834.246
Tasa de interés variable	8%	
Tasa de interés fija	77%	
Índice de precios	15%	
Total de inversionistas	4.481	
Monto medio por inversionista	7.254	2.418

US\$ = R\$ 3,00.

II. COLOMBIA²⁶

A. Creación de un marco institucional y de gobernación sólidos

Objetivo

170. El principal objetivo de la gestión de la deuda es asegurar la satisfacción de las necesidades de financiamiento, a un costo reducido, dentro de una óptica de largo plazo y una trayectoria sostenible, y con un nivel de riesgo prudencial. Los riesgos que se consideran son de refinanciamiento, de mercado, de crédito, operativo y jurídico.

Alcance de las actividades de gestión de la deuda

171. La gestión de la deuda abarca tanto a la deuda interna como la externa. Además de la provisión de fondos, la gestión de la deuda también incluye la gestión de la deuda pendiente de pago y los pasivos contingentes, estos últimos especialmente relacionados con las obras de infraestructura y las operaciones de crédito público.

Coordinación con las políticas monetaria y fiscal

172. La Constitución de 1991 establece que el Banco de la República (BR) será el agente independiente encargado de la política monetaria y cambiaria, en tanto que el Ministerio de Hacienda tendrá a su cargo la política fiscal. La oficina responsable de la gestión de la deuda, la Dirección General de Crédito Público (DGCP), forma parte del ministerio.

173. Los asuntos que requieren coordinación con el BR en materia de política monetaria, gestión de la deuda y el programa macroeconómico se discuten en las reuniones ordinarias quincenales de la junta directiva del Banco de la República, de la cual es miembro el Ministro de Hacienda. El Banco de la República también está encargado de las actividades de liquidación y compensación en el mercado de deuda interna, de modo que la gestión de la deuda pública interna exige una estrecha coordinación entre las autoridades fiscales y monetarias.

174. Dos funcionarios del BR también son miembros del Comité Asesor de la Deuda, que determina las directrices para la gestión de la deuda y el programa de emisión de deuda.

²⁶Este estudio de caso fue preparado por Gustavo Navia, Jorge Cardona y Carlos Eduardo León, de la Dirección General de Crédito Público del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Marco jurídico

175. El marco jurídico para la gestión de la deuda se incluye en el Decreto 2681 de 1993, que abarca:

- Transacciones de crédito público que suponen una nueva provisión de fondos y, por ende, elevan la masa de la deuda.
- Transacciones de gestión de la deuda que reducen el riesgo de la cartera y no incrementan la masa de la deuda. Estas transacciones incluyen las operaciones de cobertura, como los *swaps* de monedas, *swaps* de tasas de interés, canjes de deuda, refinanciamiento, conversiones de deuda y afines.

Estructura institucional

176. Como ya se dijo, el Ministerio de Hacienda está encargado de la gestión de la deuda, y la Dirección General de Crédito Público es una división del ministerio. En conjunto, el Ministerio de Hacienda comprende seis direcciones:

- Dirección superior (Ministro, Viceministros, Secretario General).
- Dirección general de política macroeconómica.
- Dirección general del tesoro nacional.
- Dirección general del presupuesto público nacional.
- Dirección general de apoyo fiscal.
- Dirección general de crédito público.

177. La Dirección General de Crédito Público está encargada de la gestión de la deuda, en tanto que la Dirección del tesoro nacional está a cargo de la gestión de la caja y los activos. Es esencial la coordinación y la comunicación con el Tesoro. Si bien la DGCP trabaja en estrecha colaboración con el Tesoro para crear sinergias entre las dos áreas, la comunicación podría mejorarse enormemente mediante la fusión de estas dos direcciones. Sin duda esta fusión también mejoraría la gestión de activos y pasivos. Sin embargo, en la actualidad no hay ningún plan de fusiones.

Gestión de las operaciones internas

178. La Dirección General de Crédito Público adoptó una nueva estructura interna en mayo de 2001, por recomendación del Banco Mundial. La nueva estructura es la siguiente:

- Oficina de provisión de fondos locales y externos.
- Oficina de análisis de los riesgos y estrategias de la cartera.
- Oficina de control de los aspectos operativos.

179. Además de estas tres secciones, la DGCP también incluye la oficina asesora jurídica y la dirección general de tecnología.

180. La nueva estructura mejora la comunicación y la coordinación entre las tres oficinas, reduciéndose por ende el riesgo operativo. La elaboración de un documento en que se describen los procedimientos de la oficina de deuda también ha reducido el riesgo operativo.

181. Las decisiones y las medidas atinentes a la gestión de la deuda deben basarse en información precisa y actualizada sobre la cartera de deuda. Con miras a mejorar las bases de datos y las herramientas de análisis, se está implementando el programa informático DMFAS de la UNCTAD²⁷. Este programa se ha concebido para fortalecer la capacidad técnica de registro, gestión y análisis de la deuda externa e interna. Asimismo, permite el registro y seguimiento de las emisiones de bonos, la concesión de subpréstamos y la deuda privada no garantizada. Una vez que el programa se adapte a los requisitos colombianos, se prevé que:

- Reducirá los riesgos operativos.
- Simplificará los procedimientos.
- Producirá perfiles de la deuda y cuantificación del riesgo financiero en tiempo real.
- Mejorará la capacidad de evaluar modelos estadísticos.
- Será compatible con otros sistemas de información.
- Mejorará la precisión de los ejercicios.
- Dará cabida a operaciones a través de la Internet.
- Ofrecerá un sistema activo de alerta que advertirá a la gerencia si la cartera ha alcanzado uno de los límites normativos de la gestión de la deuda, por ejemplo, en materia de composición de monedas o de tasas de interés de la deuda.

Contratación de funcionarios calificados con experiencia en el mercado financiero

182. Los funcionarios reciben constante capacitación, lo cual les permite adquirir importantes conocimientos sobre el mercado. Esto ocurre principalmente en la oficina de análisis y control de riesgos donde se capacita constantemente los funcionarios en el análisis y estrategia de la cartera. Éstos suelen acoger muy bien la oportunidad de obtener conocimientos en estas áreas, lo cual crea un buen ambiente de trabajo en la DGCP y es especialmente importante porque los sueldos del sector público a menudo no son competitivos con los del sector privado.

Incentivos y directrices para garantizar la puesta en práctica de las estrategias

183. Existe un parámetro de referencia para la deuda externa desde 1997. Si bien no hay ninguna obligación legal ni incentivo económico que garantice la gestión prudente de la deuda, siempre se han cumplido los parámetros de referencia. No se han adoptado

²⁷La UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) es el principal órgano de la Asamblea General de las Naciones Unidas que se ocupa del comercio, la inversión y el desarrollo.

oficialmente parámetros para la deuda interna pero, según los planes actuales, las autoridades aprobarán un parámetro para la deuda interna en junio de 2002.

Transparencia

184. La transparencia de las cifras de la deuda se logra a través del informe anual del Ministerio de Hacienda. Este informe incluye un resumen del temario del año anterior así como el estado de la economía y la cartera de deuda. Las cifras correspondientes a la deuda también se encuentran en dos sitios en Internet: www.minhacienda.gov.co y www.coinvertir.org.co.

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

Reducción de la vulnerabilidad del país

185. Durante el período comprendido entre mediados y finales del decenio de 1990, la principal inquietud consistió en minimizar la susceptibilidad de la cartera de deuda externa a las perturbaciones del mercado y la crisis internacional. Por esa inquietud, se creó el Comité Asesor de Deuda Pública el 21 de abril de 1997, integrado por funcionarios del Ministerio de Hacienda y del BR. Los principales objetivos del Comité son el análisis y el examen de las directrices relativas al endeudamiento interno y externo y la formulación de propuestas con respecto a las directrices de gestión del riesgo.

186. En 1997, la relación entre la deuda interna y la externa era aproximadamente igual a la de hoy día. Se consideraba que la deuda interna, al contrario de la deuda externa, entrañaba un menor riesgo, ya que se componía principalmente de pasivos del sector público. Por lo tanto, la principal tarea era tratar de minimizar la susceptibilidad de la cartera de deuda externa a las perturbaciones del mercado y a las crisis internacionales. En consecuencia, se establecieron parámetros de referencia con respecto a la deuda pública externa para orientar al gobierno central y a las ocho entidades públicas que tenían el mayor volumen de deuda externa. Los parámetros de referencia abarcan el riesgo de refinanciamiento, el riesgo de tasas de interés, el riesgo cambiario y la duración. Han sido una herramienta importante para controlar y minimizar la susceptibilidad a las perturbaciones externas. El perfil de amortizaciones nunca ha superado el límite anual del 15%, lo cual ha reducido considerablemente el riesgo de refinanciamiento, y la cartera ha cumplido los parámetros de composición de monedas y tasas de interés, reduciendo a un mínimo el riesgo del mercado.

187. Puesto que las características del mercado interno de capital son diferentes de las del mercado internacional, no es posible utilizar el parámetro correspondiente a la deuda externa para la cartera de deuda interna. Para la gestión de la cartera de deuda interna se han tenido en cuenta las directrices de gestión del riesgo pero no se ha adoptado ningún parámetro explícito. No obstante, el Comité Asesor de Deuda Pública decidirá un parámetro para la deuda interna en junio de 2002.

Principales riesgos de la cartera de deuda pública interna y externa

188. A fin de reducir la vulnerabilidad, la DGCP se concentra en dos riesgos principales, a saber, los riesgos de refinanciamiento y del mercado. La proporción de referencia de la deuda interna es de 67%, y de 33% para la deuda externa.

189. Desde 1997, el Comité Asesor de Deuda Pública ha definido parámetros para la deuda externa. Estos parámetros se han actualizado anualmente y se revisaron en mayo de 2002. Los parámetros aplicables a la deuda externa son los siguientes:

- *Refinanciamiento*: No más del 15% de la deuda externa total puede vencer en un año cualquiera. Lo ideal es el 10%. (El motivo de estas cifras es que las condiciones del mercado podrían exigir la ejecución de una estrategia de refinanciamiento que supere el límite del 10%, pero nunca el límite del 15%).
- *Composición de monedas*: Dólar de EE.UU., 83%; euro 13%; y yen japonés 4%.
- *Composición de tasas de interés*: Tasas fijas y semifijas $\geq 70\%$; tasa flotante $\leq 30\%$;
- *Duración modificada*: 3,5 años.

190. Para la deuda interna, se aprobarán los siguientes parámetros en la reunión del Comité de Deuda Pública que se celebrará en junio de 2002. Los nuevos parámetros garantizarán que los futuros programas de provisión de fondos se ajusten a las directrices de endeudamiento. Se han sugerido los siguientes parámetros para la deuda interna:

- *Refinanciamiento*: No más del 20% de la deuda interna total podrá vencer en un año cualquiera. Lo ideal es el 15%.
- *Tasas fijas e indexadas*: Fija en pesos colombianos: 92-96%; indexada: 4-8%.
- *Composición de las tasas de interés*: Puesto que los instrumentos de deuda locales llevan tasas fijas, o indexadas con respecto a un nivel de precios o con respecto al dólar de EE.UU., no existe ninguna tasa de interés de referencia para la deuda interna.

Cómo se cuantifican y equilibran los diferentes riesgos

191. Se utilizan dos métodos para cuantificar el riesgo de la cartera. El primer método consiste en comparar la cartera efectiva contra los parámetros de referencia. El segundo método, denominado servicio de la deuda en riesgo (SDR), ya se ha puesto en práctica. El SDR permite a la DGCP cuantificar el costo máximo del servicio de la cartera de deuda con una probabilidad del 95%. La metodología tiene en cuenta las diferentes variables del mercado que plantean riesgos, como las tasas de interés, los tipos de cambio y los precios de los productos básicos. Con miras a administrar la dimensión de los costos y riesgos de la cartera de deuda, la oficina de análisis de riesgo presenta un informe mensual de las alternativas de provisión de fondos basándose en el análisis del SDR. En dicho informe se comparan el costo del escenario previsto con los escenarios de los riesgos que plantean las diversas alternativas de provisión de fondos.

192. La estrategia de provisión de fondos toma en consideración los parámetros de referencia. La oficina de provisión de fondos analiza la situación del mercado y las diferentes alternativas de financiamiento. Si la estrategia de financiamiento exige que se excedan uno o más de los límites establecidos en los parámetros, se analiza la posibilidad de efectuar una transacción de cobertura.

Reducción del riesgo de pérdida de acceso a los mercados financieros internos e internacionales

193. Para tener acceso a los mercados financieros es esencial controlar los riesgos de refinanciamiento y de mercado. Como ya se mencionó, desde 1997 el perfil de amortizaciones de la deuda externa nunca ha superado el límite del 15%, lo que ha reducido considerablemente el riesgo de refinanciamiento. Las recientes crisis de Rusia, Brasil, Turquía y Argentina han resaltado la importancia de vigilar estos dos riesgos.

194. La estrategia de refinanciar anticipadamente, cuando las condiciones de los mercados externos de capital son favorables, ha sido exitosa. Permite al Ministerio de Hacienda garantizar el cumplimiento de las necesidades de financiamiento a un costo reducido, anticipándose a las futuras perturbaciones del mercado. La opinión del mercado se deriva de una combinación de los factores, tales como la situación política, la reducción de los márgenes de las tasas de interés, la disminución de los rendimientos y la demanda de bonos por parte de los inversionistas, además de varias encuestas relativas a los bancos.

195. En cuanto a la deuda interna, es importante recordar que el mercado local de deuda pública solo tiene cinco años de antigüedad. Además, los inversionistas apenas están empezando a exigir instrumentos a más largo plazo. Las primeras emisiones correspondían a títulos con vencimientos de 1, 2 y 3 años. Por lo tanto, el perfil de amortizaciones históricamente mostraba concentraciones en el primero y segundo años. En la actualidad, al haber aumentado considerablemente el volumen diario negociado y haberse reducido la inflación a niveles de un dígito, se han introducido con éxito títulos de renta fija con vencimientos a más largo plazo (5, 7 y 10 años). Los títulos con vencimientos a más largo plazo (10 y 15 años) se indexan a los precios.

196. También se han ejecutado recientemente varios *swaps* de deuda voluntarios:

- En junio de 2001 se realizó un *swap* voluntario de deuda interna. Las amortizaciones a corto plazo (2001-2005) se redujeron en US\$2.400 millones, y disminuyó considerablemente el riesgo de refinanciamiento.
- En enero y marzo del 2002 se produjeron dos *swaps* voluntarios de deuda interna. Se canjearon US\$512 millones en amortizaciones a corto y mediano plazo de TES de tasa fija denominados en dólares de EE.UU. por TES denominados en pesos de un tenor de 10 años, reduciéndose considerablemente el riesgo cambiario y de refinanciamiento.

- En mayo de 2002 se produjo otro *swap* voluntario, canjeándose US\$589 millones en bonos externos (denominados en euros y dólares de EE.UU.), que vencían entre 2002 y 2005, por TES a 10 años que vencen en 2012.
- En junio de 2002 se ejecutó un *swap* voluntario de deuda externa. Se redujeron en US\$255 millones las amortizaciones de los bonos externos a corto plazo (2002–2005), lo cual redujo considerablemente el riesgo de refinanciamiento.
- Con regularidad se realizan otros canjes de deuda interna pequeños.

Gestión de los riesgos asociados a las opciones incorporadas

197. Hasta el momento, la República de Colombia ha emitido ocho bonos con opciones, dos de las cuales ya han sido ejercidas (una opción de “knock-out” en yen y una opción de venta). La gestión de los riesgos relacionados con estas opciones ha sido prudente. Para fines presupuestarios, todos los bonos con opciones de venta siempre se registran como si todos los inversionistas ejercieran estas opciones. Ello le permite al país disponer de los fondos necesarios para cubrir la opción.

Estrategias para generar rendimientos

198. La DGCP no participa activamente en estrategias de gestión de la deuda. Las transacciones de tasas de interés y de *swaps* de monedas son solo para fines de cobertura. No obstante, se estudian las tasas de interés y el tipo de cambio para posiblemente efectuar transacciones que reduzcan el servicio de la deuda si se presentan oportunidades favorables en el mercado.

Gestión de los pasivos contingentes

199. La oficina de análisis de riesgos de la DGCP tiene a su cargo los pasivos contingentes explícitos. Las funciones de la oficina de deuda consisten en verificar las metodologías utilizadas por las entidades públicas que generan estos pasivos. Con estos modelos, la DGCP estructura un plan de aportes definidos para crear un fondo que será administrado por una fiduciaria. Este fondo permite disponer de liquidez para pagar los pasivos generados por una contingencia.

200. Además, la gestión de la deuda opera en los siguientes ámbitos mediante:

- La implementación y desarrollo de metodologías para cuantificar los pasivos contingentes generados por las garantías ofrecidas por el gobierno a operadores privados en proyectos de obras de infraestructura estatales (carreteras, generación de energía eléctrica, agua y comunicaciones).
- El desarrollo de metodologías para cuantificar pasivos contingentes generados por transacciones de crédito público (garantías del gobierno central aplicables a la deuda externa o interna de gobiernos municipales y entidades públicas).
- La creación de metodologías para el análisis del riesgo crediticio de las entidades públicas municipales.

201. El procedimiento para la gestión de los pasivos contingentes incluye entrevistas con funcionarios de bancos de inversión y entidades públicas, la formulación de modelos de simulación para la evaluación de los riesgos, y la creación de un calendario para el pago de los pasivos contingentes (que incluya la probabilidad de que haya que efectuar los pagos).

Sistemas de información gerencial utilizados para evaluar y vigilar los riesgos

202. En 1997, la oficina de informática creó un sistema de base de datos. Mediante este programa informático pueden efectuarse averiguaciones respecto a la cartera de deuda actual, pero no comprende un módulo de vigilancia del riesgo. Para cuantificar el riesgo, la oficina de análisis de riesgo utiliza sus propios modelos basándose en planillas electrónicas Excel.

203. Como ya se dijo, en 2003 se pondrá en práctica un programa más avanzado denominado DMFAS. En la actualidad, un grupo de técnicos trabaja en el proceso de transición. Además de permitir la consulta de información sobre la deuda, el nuevo programa ofrecerá un análisis de la susceptibilidad de la cartera de deuda a la volatilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio, teniendo al mismo tiempo la capacidad de realizar simulaciones de las nuevas estrategias de provisión de fondos.

Desarrollo de mercados para la deuda del sector privado

204. La DGCP ha sido uno de los operadores más importantes para el desarrollo de los mercados locales de capital. El mercado de bonos del Tesoro ha servido de modelo para los emisores de deuda privada. Esto significa que el sector privado tiene en cuenta todos los avances que se producen en el mercado de deuda pública.

C. Desarrollo de mercados para los títulos públicos

Desarrollo del mercado primario

205. La DGCP es la única entidad que emite deuda del gobierno central; el banco central ya no emite bonos para fines de política monetaria. La DGCP también está encargada de actualizar la base de datos de la deuda pública, que incluye la deuda del gobierno central además de la de otras instituciones públicas y gobiernos subnacionales.

206. El perfil de la cartera de deuda interna ha cambiado desde 1997. En la actualidad, 76% de la cartera de deuda interna consiste en bonos y pagarés del Tesoro (expuestos a riesgos del mercado) en comparación con más del 90% hace cinco años. En 1997, 34% de los bonos y pagarés pendientes de pago del Tesoro correspondían a pasivos frente a inversionistas privados; en la actualidad, la proporción ha subido al 40%.

207. La DGCP emite instrumentos de renta fija a 1 a 10 años, y se emiten títulos de 5, 7 y 10 años indexados a los precios. Los títulos indexados al dólar de EE.UU. con vencimientos de 2, 3, 5 y 8 años solo se emiten cuando hay gran volatilidad en el tipo de cambio del peso colombiano frente al dólar de EE.UU. o si se emiten títulos que no forman parte del

programa de financiamiento normal. Al decidir el plan de emisiones y para diversificar la masa de la deuda a lo largo de la curva de rendimientos, la DGCP tiene en cuenta el perfil de amortizaciones, las condiciones del mercado, el costo de la provisión de fondos y la liquidez de los bonos.

208. Se emplean dos mecanismos para emitir títulos del Tesoro en el mercado interno. En 2002, las subastas semanales primarias a la baja representaban el 40% de la provisión interna de fondos. El 60% restante correspondió a la colocación directa en entidades públicas. Las colocaciones directas (obligatorias y convenidas) se realizan con entidades públicas que registran superávit de caja. Estas entidades son agentes económicos del mercado sin influencia en el precio.

209. En el mercado internacional, los bonos se emiten en los mercados de dólares de EE.UU., euros y yenes japoneses. También se obtiene préstamos de entidades multilaterales de crédito, consorcios bancarios y otras entidades comerciales.

210. El Ministerio de Hacienda elabora comunicados de prensa oficiales con información sobre las colocaciones de bonos (locales y externas) así como los préstamos convenidos. Estos comunicados pueden consultarse en el sitio de Internet, www.minhacienda.gov.co.

Desarrollo del mercado secundario

211. Desde 1997, uno de los objetivos de la DGCP ha sido el desarrollo del mercado local de deuda pública. Para este fin, se ha creado el Programa de Creadores de Deuda Pública. En este programa, 24 de las más importantes instituciones financieras, de las cuales 22 son privadas y 2 son públicas, participan en subastas primarias semanales de letras, pagarés y bonos del Tesoro.

Contactos con la comunidad financiera

212. La comunicación entre la DGCP y las instituciones financieras se considera muy importante. Por lo menos una vez por trimestre se llevan a cabo reuniones entre los representantes de las instituciones financieras y funcionarios de la DGCP. En el mercado local, existe constante comunicación con las instituciones financieras que forman parte del programa de creadores de mercado, así como con importantes inversionistas, por ejemplo, los fondos de pensiones, fondos fiduciarios y compañías de seguros. En lo que se refiere al mercado externo, es importante mantener un contacto estrecho con diversas instituciones financieras que ofrecen información sobre el mercado, fomentan el intercambio de instrumentos y se mantienen en contacto directo con inversionistas clave.

Compensación y liquidación

213. Se utilizan los siguientes sistemas para liquidar y compensar las transacciones del mercado local de deuda:

- DCV (Depósito Central de Valores), es el depósito central electrónico que se ocupa de toda la deuda pública local.
- SEN (Sistema Electrónico de Negociación), es el sistema que administra el mercado electrónico de deuda pública local.
- SEBRA (Servicios Electrónicos del Banco de la República), es el sistema de liquidación electrónica utilizado para las subastas primarias de deuda pública local.

Tratamiento tributario de los títulos públicos

214. Los títulos públicos son libres de impuestos en lo que se refiere a las utilidades generadas por el principal de los títulos desmantelados. Los títulos de deuda pública no desmantelados tienen el mismo tratamiento tributario que los títulos de las empresas.

III. DINAMARCA²⁸

A. Creación de un marco institucional y de gobernación sólidos

Objetivos

215. El objetivo general de la política de gestión de la deuda pública en Dinamarca es asegurarse de que el costo a largo plazo asociado a la obtención de préstamos sea lo más bajo posible y, además, consecuente con un nivel prudente de riesgo. Las autoridades buscan lograr ese objetivo tomando en cuenta diversos factores, entre otros, un mercado financiero interno que funcione bien. Últimamente se ha hecho mayor hincapié en la disciplina de la gestión del riesgo.

Alcance de la gestión de la deuda

216. La deuda del gobierno central se define como el valor nominal de la deuda interna y externa menos la cuenta del gobierno dentro del banco central (Danmarks Nationalbank-DNB), y los activos del Fondo de Pensión Social. El DNB se encarga de todas las funciones administrativas relacionadas con la gestión de la deuda pública.

217. Dos condiciones dividen la política fiscal y la política monetaria en Dinamarca. Primero, los empréstitos del gobierno están sujetos a una serie de normas de financiamiento basadas en un acuerdo entre el gobierno y el DNB. Segundo, la prohibición de financiamiento monetario que figura en el Tratado de la Unión Europea regula la función del banco central como agente fiscal y como banco del gobierno.

218. Desde principios de los años ochenta, tanto los empréstitos internos del gobierno como los externos han estado sujetos a normas de financiamiento. Las actuales normas de financiamiento fueron estipuladas en un acuerdo entre el gobierno y el banco central en 1993; reemplazaron el acuerdo informal que regía desde principios de los ochenta cuando se implementó el régimen de cambio fijo en Dinamarca.

219. En términos generales, los reglamentos estipulan que el volumen de empréstitos internos en coronas danesas debe coincidir con el requerimiento financiero bruto interno del gobierno central para ese año. De esa manera se esteriliza el impacto sobre la liquidez producido por los pagos que realiza el gobierno a lo largo de todo el año. Las normas que regulan los empréstitos externos estipulan que, en general, deben obtenerse nuevos empréstitos en divisas para refinanciar la amortización de la deuda externa. Si se considera que el nivel de reservas en divisas es inapropiado, se puede optar por reducir o aumentar el nivel de endeudamiento externo. Las reservas en divisas son propiedad del DNB, y la cuenta

²⁸Este estudio fue preparado por el Departamento de Gestión de la Deuda Pública del Banco Central de Dinamarca, el Danmarks Nationalbank.

del gobierno central en el DNB constituye el vínculo entre la deuda externa del gobierno y las reservas en divisas.

220. De acuerdo con la prohibición de financiamiento monetario del Tratado de la Unión Europea, la cuenta del gobierno central con el DNB no puede registrar un déficit. Por lo tanto, los empréstitos del gobierno se prevén de manera de asegurar un saldo apropiado en su cuenta.

221. La cuenta del gobierno central en el DNB devenga intereses. La tasa de interés equivale a la tasa de redescuento fijada por el banco central. La tasa de redescuento es equivalente a la tasa de cuenta corriente (tasa de folio), a saber, la tasa de interés de los depósitos de cuenta corriente que tienen los bancos y el instituto de crédito hipotecario en el DNB. Esto, sumado al hecho de que el superávit del banco central (después de las asignaciones a las reservas) se transfiere al gobierno, significa que la tasa de interés que recibe el gobierno en esta cuenta es comparable a la que obtendría en un banco comercial.

Marco legislativo que rige el endeudamiento del gobierno central

222. La autoridad jurídica que rige la obtención de préstamos por parte del gobierno central se dispone en un conjunto de leyes promulgadas en 1993. Dichas leyes autorizan al Ministro de Hacienda a obtener préstamos en nombre del gobierno central, así como a emitir nuevos instrumentos de deuda hasta un máximo de DKr 950.000 millones, que representa el límite establecido para el total de la deuda pública interna y externa. Más aún, facultan al ministro a realizar *swaps* y a utilizar otras clases de instrumentos financieros.

223. Antes del comienzo de cada año fiscal, el Parlamento aprueba una Ley de financiamiento que autoriza al Ministro de Hacienda a emitir instrumentos de deuda para cubrir el requerimiento de financiamiento bruto proyectado por el gobierno central (la suma del déficit corriente del gobierno central más las amortizaciones de la deuda interna y externa). La deuda se contrae según las normas que regulan el endeudamiento interno y externo. A lo largo del año fiscal, pueden surgir cambios en el requerimiento de financiamiento bruto que pueden deberse principalmente a cambios en el déficit del gobierno central o a acuerdos de recompra que aumentan el monto de las amortizaciones. Asimismo, los cambios en el requerimiento de financiamiento bruto se cubren con empréstitos obtenidos por el gobierno. Éstos se autorizan al final de cada año mediante una Ley de asignación presupuestaria complementaria o, durante el año, por la Comisión Financiera del Parlamento.

224. Además de garantizar la deuda pública, el gobierno central garantiza los empréstitos y las transacciones financieras de una serie de entidades públicas que están relacionadas principalmente con proyectos de infraestructura, como por ejemplo el Puente de la Circunvalación y el Metro de Copenhague. El Directorio y la gerencia de cada entidad se encargan de sus propias transacciones financieras, pero el gobierno central es el que establece los límites del endeudamiento y las directrices a seguir en las actividades de obtención de préstamos. Dichas directrices se determinan mediante una serie de acuerdos entre el DNB y el Ministerio de Hacienda o el Ministerio de Transporte, y entre el ministerio pertinente y la

entidad. El acuerdo entre el banco central y el ministerio en cuestión estipula las funciones y responsabilidades principales de las partes interesadas. Los acuerdos también incluyen una lista de los tipos de empréstitos autorizados que describe qué tipo de transacciones financieras puede llevar a cabo la entidad y a qué riesgo monetario puede exponerse.

225. Las entidades mismas publican su informe anual y son reguladas por la ley general que se aplica a las empresas privadas.

Traslado de la oficina de gestión de la deuda al banco central

226. La responsabilidad en todo lo referido al endeudamiento del gobierno central recae sobre el Ministerio de Hacienda, pero desde 1991, el banco central ha estado a cargo de todas las funciones administrativas relacionadas con la gestión de la deuda pública. Esta división de responsabilidades se estipula en un acuerdo entre el Ministerio de Hacienda y el DNB. Mediante poder notarial, los funcionarios del DNB tienen la facultad de firmar la documentación referida a los empréstitos en nombre del Ministro de Hacienda.

227. Antes de 1991, la oficina de gestión de la deuda formaba parte del Ministerio de Hacienda. A partir de ese año, se trasladó al banco central. Este cambio estructural se debió en parte a un informe preparado por los auditores públicos, según el cual la mayoría de las tareas relacionadas con la deuda del gobierno central ya estaban siendo llevadas a cabo por el DNB, por lo cual existía una duplicación de tareas entre el Ministerio de Hacienda y el banco central. Más aún, el informe sugería que debería haber una mayor coordinación entre la gestión de la reserva en divisas del DNB y la gestión de la deuda externa del gobierno central. Finalmente, se recomendaba que para atraer personal capacitado a la oficina de gestión de la deuda y mantenerlo allí, ésta debía ubicarse en el banco central. Se cree que al haber trasladado la oficina al banco central se ha logrado concentrar bajo una sola autoridad los conocimientos relacionados con el mercado financiero.

La relación entre la oficina de gestión de la deuda y el Ministerio de Hacienda

228. El Ministerio de Hacienda y el DNB determinan en reuniones trimestrales la estrategia general para la gestión de la deuda pública sobre la base de propuestas escritas formuladas por el DNB. La estrategia adoptada es autorizada y avalada por el Ministro de Hacienda mediante una serie de conclusiones que el ministro firma una vez finalizada la reunión. En diciembre de cada año se determina la estrategia general para el año siguiente, así como la estrategia detallada para el primer trimestre del año siguiente. En las reuniones trimestrales subsiguientes se toman decisiones respecto a las especificaciones de la estrategia principal del próximo trimestre y a los cambios a realizarse a la misma.

229. La estrategia especifica el requerimiento de endeudamiento interno y externo e incluye una serie de decisiones para el año siguiente. A continuación se detallan algunas de estas decisiones:

- Bandas de duración de la deuda pública.
- Lista de las emisiones más recientes de la deuda interna.

- Estrategia respecto al endeudamiento externo.
- Lista de títulos públicos que pueden ser objeto de acuerdos bilaterales o de recompra.
- Lista de títulos públicos existentes en los servicios financieros de valores.
- Cantidad máxima de recompras y uso de *swaps* de tasas de interés.

230. Los primeros cuatro puntos se publican después de la reunión de diciembre. También se publican las modificaciones de dichas decisiones que pudieran producirse en el año. La cantidad máxima de acuerdos de recompra y *swaps* de tasas de interés no se publica.

231. El banco central se ocupa de la gestión de la deuda y de las transacciones de endeudamiento necesarias sobre la base de estas conclusiones. Además de las reuniones formales, el DNB mantiene un contacto periódico con el Ministerio de Hacienda; asimismo, a lo largo del año se realizan ajustes ad hoc en la estrategia.

Estructura de la oficina de gestión de la deuda en el banco central

232. Dentro del DNB, básicamente son cuatro los departamentos que se encargan de la gestión de la deuda del gobierno central: la Unidad de Gestión de la Deuda Pública en el Departamento de Mercados Financieros, el Departamento de Operaciones de Mercado, el Departamento de Contabilidad y el Departamento de Auditoría Interna. Con el objetivo de disminuir el riesgo operacional, en 1996 la gestión de la deuda pública se dividió en una estructura de servicios principales, auxiliares e intermedios.

233. La Unidad de Gestión de la Deuda Pública se encarga de los servicios intermedios y es la oficina de la deuda pública de Dinamarca. Se ocupa de los aspectos principales de las estrategias de gestión de la deuda y realiza análisis y gestión de riesgo. Asimismo, formula las directrices que el Departamento de Operaciones de Mercado utiliza para la venta de bonos internos, para los acuerdos de recompra, para los *swaps* y para determinar el volumen del endeudamiento externo.

234. El Departamento de Operaciones de Mercado se encarga de los servicios principales, tales como la venta de títulos y la obtención de préstamos externos. Los departamentos de Contabilidad y de Contabilidad de la Deuda Pública se ocupan de los servicios auxiliares, como por ejemplo los pagos y la teneduría de libros.

235. El Departamento de Auditoría Interna del banco central ayuda al Auditor General (la Oficina Nacional de Auditorías) con las auditorías de la gestión de la deuda pública. Los departamentos que trabajan en el proceso de gestión de la deuda recurren a expertos en otros departamentos del banco central, por ejemplo del área legal, para resolver cuestiones relativas a la deuda del gobierno central.

Política de información

236. La estrategia de gestión de la deuda pública de Dinamarca aspira a un alto grado de transparencia hacia el público y hacia los mercados financieros. Por ende, el DNB compila y publica con frecuencia una amplia variedad de información sobre los empréstitos y la deuda del gobierno central.

237. La política de información se basa en la emisión de una serie de comunicados dirigidos al público. Algunos comunicados siguen un cronograma anual fijo. A continuación se detallan los comunicados y las publicaciones más importantes:

- Antes del comienzo de cada semestre, generalmente en junio y diciembre, el banco central envía a la Bolsa de Copenhague (CSE) y a los participantes del mercado un comunicado con información sobre las emisiones de referencia del gobierno central de julio y enero, respectivamente. El comunicado también presenta información más general sobre los planes de endeudamiento interno del gobierno central.
- Antes del lanzamiento de una nueva serie de títulos públicos se envía un comunicado a la CSE con información sobre el cupón, vencimiento y fecha de lanzamiento del nuevo préstamo.
- El primer día hábil de cada mes, el DNB envía un comunicado a la CSE y a otros posibles interesados sobre la venta y la recompra de títulos públicos internos realizadas durante el mes anterior. El segundo día hábil de cada mes, el DNB envía un comunicado de prensa con información detallada sobre las necesidades de endeudamiento del gobierno y sobre otras cuestiones financieras importantes relativas al mes anterior.
- El sitio del DNB en Internet²⁹ y un sistema electrónico de información (DN News) informan a diario sobre la venta y la recompra de títulos públicos internos. La mayor parte de esa información se reproduce, por ejemplo, directamente a través de la agencia Reuters. La Bolsa de Copenhague publica información más detallada sobre el valor y el volumen disponible de bonos públicos en circulación.
- Los plazos y condiciones de las subastas de letras del Tesoro, así como los resultados de las mismas, se anuncian a través de la Bolsa de Copenhague y del sistema electrónico de subastas.
- El Ministerio de Hacienda publica regularmente información sobre el estado del presupuesto público.
- Cualquier otra información sobre “Empréstitos públicos y deuda de Dinamarca” se publica en el informe anual.

238. La oficina de gestión de la deuda del banco central publica un informe anual (“Empréstitos públicos y deuda de Dinamarca”), generalmente en el mes de febrero. Este informe constituye la piedra angular de la implementación de la política de información. En

²⁹La dirección del sitio es: www.nationalbanken.dk

el informe se notifica al público, a los participantes del mercado, al Parlamento y al Ministerio de Hacienda sobre las actividades de gestión de la deuda del año anterior. Desde 1998, el informe también se publica en inglés. Describe las consideraciones generales y los factores atinentes a las necesidades de financiamiento y de gestión de la deuda. También incluye secciones sobre temas especiales relacionados con la gestión de la deuda pública. Además, incluye un apéndice con cuadros, estadísticas detalladas sobre los empréstitos públicos y sobre la deuda pública, y una lista de todos los empréstitos obtenidos por el gobierno.

Incremento en la calidad y en la reducción del riesgo operativo

Manual de procedimiento

239. Con el objetivo de asegurar una administración adecuada de la deuda pública en todas las divisiones de los departamentos que trabajan en la gestión de la misma, se utiliza un manual de procedimiento que describe las facultades y las obligaciones de cada división. El Departamento de Auditoría del banco central es responsable de los cambios necesarios en los procedimientos escritos, y estos cambios se envían, a su vez, al Ministerio de Hacienda. La elaboración y el mantenimiento del manual de operaciones son considerados factores fundamentales para elevar la calidad y reducir el riesgo operativo; es, por lo tanto, un ámbito de gran prioridad para la gestión de la deuda pública.

240. A modo de complemento del manual de procedimiento, se utilizan descripciones de trabajos para el desarrollo del trabajo diario. En la descripción de un trabajo se detalla una tarea determinada que se lleva a cabo regularmente. Por ejemplo, existen descripciones sobre el lanzamiento de bonos públicos, subastas de acuerdos de recompra, cálculos sobre la duración y la relación entre el costo y el riesgo, así como publicaciones mensuales sobre la deuda pública. Las descripciones de los trabajos contribuyen a la coherencia y a la precisión en la administración de la deuda pública.

241. En lo que respecta a los empréstitos externos del gobierno central, se establecen directrices en cuanto a las categorías de empréstitos aceptables. Estas directrices estipulan los requerimientos relativos a la estructura general del empréstito, tanto para el empréstito subyacente como para cualquier tipo de instrumento derivado del mismo. El objetivo de estas directrices es minimizar los riesgos políticos, legales y operacionales.

Códigos de conducta

242. El personal del DNB debe respetar los códigos internos de conducta, sobre la base de las directrices relativas a la especulación establecidas por la Dirección de Supervisión Financiera de Dinamarca, y de la legislación que sanciona las transacciones basadas en información confidencial. En resumen, el personal solo puede invertir capital personal y únicamente en inversiones no especulativas.

Contratación y mantenimiento de personal altamente calificado

243. El traslado de la oficina de gestión de la deuda al banco central ha contribuido a la contratación de personal altamente calificado. Ello se debe en parte a que la oficina forma parte de un entorno más amplio que abarca las áreas de finanzas, mercados financieros y de políticas. Así, la oficina de gestión de la deuda puede contratar personal, tanto internamente de otros departamentos, como externamente, ofreciendo a los nuevos empleados la posibilidad de formar parte de una organización grande con personal muy calificado, reconocida por el público en general.

244. El personal de la sección de gestión de la deuda pública (servicios intermedios) está formado por personal con experiencia y antigüedad que ya ha trabajado varios años en la gestión de la deuda y/o en otras áreas del banco, y por jóvenes economistas recientemente contratados por el DNB.

245. Las áreas de los servicios principales y auxiliares cuentan con aproximadamente 20 personas que trabajan en tareas relativas a la deuda pública del gobierno central.

Sistema de información y uso de tecnología de la información

246. El uso de sistemas de información confiables es fundamental para minimizar el riesgo operativo. La estrategia de tecnología de información que la oficina de gestión de la deuda pública utiliza actualmente consiste principalmente en un sistema singular de servicios auxiliares (“Sistema Statsgæld”) que se combina con otros tipos de software. Todas las transacciones de empréstitos y *swaps* del gobierno central se incorporan en el “Sistema Statsgæld”. El sistema de servicios auxiliares controla las transacciones.

247. El sistema de servicios auxiliares genera información sobre los pagos a ser realizados o recibidos, los datos a ser incorporados en el sistema central de teneduría de libros (que abarca todas las entidades del gobierno) y los datos a ser utilizados para fines analíticos.

248. En el año 2002 se planea implementar un nuevo sistema de servicios intermedios. El objetivo del sistema es automatizar los cálculos más importantes y frecuentes, como por ejemplo los cálculos de duración, los valores de mercado y los diversos factores de riesgo de la deuda. El nuevo sistema obtendrá la información directamente del sistema de servicios auxiliares. La implementación del nuevo sistema de servicios intermedios probablemente reduzca aún más los riesgos operativos.

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

Reducción de la vulnerabilidad del país

249. El objetivo y la estrategia que persigue la gestión de la deuda pública es reducir el riesgo de que la deuda pública produzca efectos de contagio negativos sobre el resto de la economía. En lo que a eso respecta, los factores de riesgo más importantes son el de la tasa de interés y el cambiario.

250. Es importante limitar estos riesgos para reducir la vulnerabilidad de un país. En el caso de Dinamarca esto se logra principalmente a través del manejo de los vencimientos y de la estructura de amortización de la deuda, así como mediante el endeudamiento únicamente en euros o en coronas danesas teniendo en cuenta el tipo de cambio fijo de la moneda danesa frente al euro.

Estrategia de endeudamiento

Deuda interna

251. La estrategia para la obtención de préstamos en el mercado interno implica la emisión de varias series de títulos públicos con vencimientos a dos, cinco y diez años (los plazos más importantes a nivel internacional). La prima de liquidez que se logra a través de esta estrategia contribuye a que los costos de la deuda sean menores para el gobierno central. Se utiliza una amplia variedad de instrumentos de deuda para asegurar un gran nivel de liquidez en las emisiones de referencia. Se incluyen dentro de este grupo *swaps* internos de tasas de interés, acuerdos de recompra y *swaps* de coronas danesas a euros. La estrategia de gestión de la deuda interna también incluye un programa de letras del Tesoro con emisiones mensuales de bonos cuyo vencimiento es de hasta 12 meses.

252. Dado que el gobierno central es la entidad emisora dominante del mercado de bonos públicos, el análisis de su desempeño no incluye una comparación del costo frente a una cartera de referencia específica desarrollada sobre la base de emisiones de bonos públicos internos.

253. Los bonos públicos daneses se cotizan en un mercado financiero competitivo que consta tanto de inversionistas nacionales como internacionales. Más aún, los bonos son comparables con otros bonos internos y externos y se emiten según los plazos de vencimiento más importantes a nivel internacional. En ese sentido, la cotización está dada por las condiciones del mercado.

254. En el caso de los acuerdos de recompra, el gobierno determina si estas transacciones son ventajosas desde la perspectiva más amplia de la deuda pública. Los acuerdos de recompra se emplean para concentrar la deuda pública en bonos líquidos, para la administración de fondos y para controlar el perfil de las amortizaciones. Los acuerdos de recompra se establecen según la cotización del mercado. La comparación de las cotizaciones reales con las cotizaciones teóricas, calculadas en base a curvas de rendimiento de cupón

cero del mercado, asegura que los acuerdos de recompra se realicen según la cotización del mercado.

255. A lo largo de los años ha habido un cambio gradual en la estrategia de endeudamiento interno: los empréstitos se concentran cada vez más en una cantidad reducida de emisiones de referencia y en un aumento de los *swaps* de tasa de interés y de moneda. Estos cambios se llevaron a cabo para asegurar el volumen de bonos en circulación y su liquidez, justamente en esta época de escasa necesidad de endeudamiento gracias a los superávit presupuestarios registrados desde 1997.

256. Los bonos se emiten únicamente con un vencimiento a dos, cinco y diez años. En general, los de cinco y diez años están disponibles durante dos años, mientras que los bonos con vencimiento de dos años están disponibles durante aproximadamente un año. La emisión con vencimiento a 30 años se interrumpió a fines de 1997. Para fines de 2001, un 99% de todos los bonos y letras del Tesoro pendientes se había distribuido en 11 emisiones de bonos y cuatro de letras del Tesoro. Estos son de los principales bonos de la Bolsa de Copenhague, siendo tres de ellos de referencia. El bono de referencia con vencimiento a 10 años se considera el más importante.

Deuda externa

257. Todo empréstito del exterior se obtiene directamente en euros o se canjea a dicha moneda. Todas las operaciones de crédito en divisas del gobierno central —incluidas los *swaps*— se realizan en euros. La política de endeudamiento a partir del año 2002 consistirá en emitir los instrumentos de deuda directamente en euros. Esta estrategia se complementa con la posibilidad de emitir bonos internos en combinación con *swaps* a euros.

258. La estrategia de obtención de préstamos del exterior se ha modificado gradualmente, pasando de préstamos pequeños y en algunos casos estructurados, a una combinación de préstamos más pequeños y más grandes cuyo riesgo final es en euros. Esta estrategia (que se enfoca en grandes empréstitos reembolsables una sola vez al vencimiento, directamente en euros) concuerda con el modelo más reciente de endeudamiento externo más estandarizado.

259. En los casos en que la situación de la reserva en moneda extranjera entraña una necesidad inmediata de obtener préstamos en divisas, el gobierno central puede emitir efectos comerciales a corto plazo. Asimismo, el gobierno central puede recurrir a programas de efectos comerciales de corto plazo en épocas en las que se prevé que el saldo en cuenta del gobierno central en el banco central sea bajo.

260. La tasa Euribor sirve de referencia para evaluar el costo de la obtención de fondos de la deuda pública externa. Además, se comparan los costos de diferentes instrumentos, por ejemplo, el endeudamiento directamente en euros se compara con el endeudamiento en otras divisas canjeadas a euros. El costo de la obtención de fondos de la deuda externa también se compara con los niveles alcanzados por países pares.

Principales tipos de riesgo

261. Los tipos de riesgo principales que enfrenta la cartera de la deuda pública son el de las tasas de interés, el riesgo cambiario, los riesgos crediticios y los riesgos operativos. A continuación se definen los distintos tipos de riesgo:

- El riesgo de la tasa de interés consiste en que las variaciones en la tasa de interés pueden producir aumentos en el costo del endeudamiento. Este concepto abarca también el riesgo de refinanciamiento; este riesgo se produce cuando la deuda tiene que ser refinanciada en condiciones de mercado desfavorables o en plazos de endeudamiento particularmente desfavorables para el gobierno central. El riesgo de la tasa de interés se aplica tanto para la deuda interna como la externa.
- El riesgo cambiario surge cuando el costo del endeudamiento aumenta a raíz de variaciones en el tipo de cambio.
- El gobierno central se expone a un riesgo crediticio cuando realiza transacciones de *swap*. Un *swap*, o canje, es un acuerdo entre dos partes de intercambiar obligaciones de pago durante un período predeterminado. El riesgo es que la contraparte no cumpla con su obligación de pago. El riesgo crediticio se incluye en la gestión de dicho riesgo tan pronto como se lleva a cabo el *swap*.
- El gobierno central también está expuesto a otros riesgos, por ejemplo, el riesgo de que el gobierno mismo o una de las contrapartes cometa un error en la administración de la deuda.

Gestión de los riesgos

262. Como se señaló anteriormente, la deuda pública comprende cuatro subcarteras: la deuda interna, la deuda externa, los activos del Fondo Social de Pensión y la cuenta del gobierno central en el DNB.

263. Estas cuatro subcarteras son administradas por el banco central en su calidad de agente del gobierno central.

Riesgo de la tasa de interés

264. Debido a que las subcarteras son cada vez más integradas, la gestión del riesgo de la tasa de interés se basa en la deuda neta global. Un ejemplo de la mayor integración entre las distintas carteras es el uso de *swaps* de coronas danesas a euros para contraer empréstitos del exterior, lo que a su vez afecta el riesgo de la tasa de interés, tanto para la deuda interna como externa.

265. El riesgo de la tasa de interés se maneja principalmente sobre la base de una meta de duración y de una banda de duración para el total de la deuda del gobierno central (neta). Históricamente, cada subcartera tenía una meta de duración diferente, pero a finales de 1999, se abolió esa manera de proceder.

266. Una consecuencia importante de focalizarse solo en la duración en el caso de la deuda neta, es que la duración puede reducirse, por ejemplo, mediante el *swap* de tasas de interés tanto internas como externas. También puede lograrse una reducción de la duración de la deuda neta extendiendo la duración de la cartera de activos del gobierno central. De ahí que focalizarse solo en la duración de la deuda neta concede una mayor flexibilidad a la gestión de la duración.

267. Otra manera de administrar el riesgo de la tasa de interés es poniendo orden en el perfil de amortizaciones. Esto se aplica tanto a la deuda interna como a la externa. Cuando se mejora el perfil de amortizaciones, o sea, cuando una proporción más o menos constante de la deuda se amortiza todos los años, se reduce el riesgo de que el gobierno central se vea obligado a refinanciar la deuda en un momento en que las condiciones del mercado son en general desfavorables o cuando las condiciones para la obtención de los préstamos son particularmente desfavorables.

268. La cartera del Fondo Social de Pensión, que es una subcartera de activos de la deuda pública neta, contiene bonos hipotecarios. Éstos se pueden cancelar en cualquier momento sobre la base de su valor nominal, es decir, incluyen una opción a tal efecto. En estos bonos se utiliza una duración ajustada en función de la opción para calcular la duración de la deuda pública neta.

Riesgo cambiario

269. La política del gobierno de Dinamarca con respecto al tipo de cambio se basa en el mantenimiento de un tipo de cambio fijo de la corona danesa con respecto al euro dentro del marco del MTC 2. Como resultado de esta política, el riesgo cambiario de la deuda pública externa se controla obteniendo únicamente préstamos con riesgo final en euros (es decir, el endeudamiento se contrae directamente en euros o a través de empréstitos que pueden ser canjeados a esa moneda).

270. En el período 1991–2000, el riesgo cambiario de la deuda pública externa se manejó conjuntamente con el riesgo de la tasa de interés de las reservas en divisas del banco central, en una estructura formal. Por lo tanto, el riesgo cambiario de la deuda pública y de las reservas del banco central se evaluaron en forma neta. Esa estructura formal dejó de existir a fines del año 2000 debido a la decisión de convertir toda la deuda externa en euros. Si se suma esto al hecho de que el banco central solo dispone de una pequeña cantidad de reservas en divisas diferentes al euro, para fines del año 2000 ya no había necesidad del arreglo formal.

Riesgo crediticio

271. La cartera de *swaps* del gobierno central enfrenta cierto nivel de riesgo crediticio. De ahí que se hayan establecido reglas para manejar dicho riesgo, entre otras: que las contrapartes tengan una calificación crediticia alta y que la exposición crediticia se vea limitada por líneas de crédito relativamente rigurosas. Por último, las nuevas transacciones

solo se realizan entre partes que hayan firmado un acuerdo colateral. Para fines de 2001, un 80% de las carteras de *swaps* estaba conformado por acuerdos colaterales.

Riesgos en la administración del efectivo

272. Como se mencionó anteriormente, el gobierno tiene una cuenta con el DNB. Según el Tratado de Maastricht, el gobierno no está autorizado a sobregirar dicha cuenta. A ese fin se ha establecido un depósito mínimo en la cuenta del gobierno de DKr 10.000 millones (es decir, €1.300 millones), cifra que puede ser mayor en determinadas circunstancias. Cada año se hace un pronóstico detallado de los pagos que debe realizar el gobierno el año siguiente. Los depósitos que debe hacer el gobierno diariamente en su cuenta del DNB se calculan en base a ese pronóstico. Debido a que las amortizaciones de la deuda pública se colocan generalmente al final de cada año, se produce una concentración de desembolsos en la cuenta del gobierno en la primera parte del año para cubrir las necesidades de la amortización. Esta sobrecarga se compensa con acuerdos de recompra de bonos que se amortizan durante el año en curso.

Riesgos operativos y legales

273. La separación de las diversas funciones que se llevan a cabo en la gestión de la deuda, en servicios principales, intermedios y auxiliares, tiene como fin evitar errores administrativos y riesgos operativos. Como se señaló anteriormente, los manuales de procedimiento aseguran una división clara de las facultades y las responsabilidades que conciernen a cada sección. El uso de instrumentos de gestión de la deuda simples y conocidos también contribuye a minimizar los riesgos operativos. Asimismo, el área de gestión de la deuda del gobierno central está sujeta a auditorías por parte del Auditor General (Oficina Nacional de Auditorías). El riesgo legal se minimiza mediante el uso de contratos estandarizados.

Riesgos relacionados con las garantías del Estado

274. Como ya se indicó anteriormente, el gobierno garantiza la obtención de préstamos y las transacciones financieras de varias entidades públicas. Esto implica un riesgo para el Estado que se limita mediante la utilización de directrices que regulan las actividades de endeudamiento de las entidades (véase la sección A que describe el marco legislativo que rige los empréstitos del gobierno central).

275. En el año 2001, las entidades que gozan de garantías gubernamentales obtuvieron un acceso mayor a los représtamos públicos a través del gobierno central. Mediante los représtamos, las entidades que disfrutan de garantías del gobierno obtienen fondos a un costo más económico que el que obtendrían de fondos individuales. Los préstamos que se ofrecen a las entidades son idénticos a los actuales préstamos del gobierno, entre otros, los bonos que no son emisiones de referencia. Los représtamos aumentan la necesidad de financiamiento bruta requerida por el gobierno central y se financian mediante las emisiones más recientes. Esto contribuye a la consolidación del endeudamiento del sector público.

Determinación de los niveles de riesgo

276. En las reuniones conjuntas del Ministerio de Hacienda y la Unidad de Gestión de la Deuda se determina el objetivo general relativo al riesgo de la tasa de interés de la deuda pública, mediante una comparación entre el costo y el riesgo de la obtención de fondos.

277. En este proceso se utiliza un modelo de análisis de costo en riesgo para apuntalar el proceso de toma de decisiones con miras a seleccionar la mejor estrategia de emisión y la meta de duración óptima. El modelo analiza distintas estrategias con respecto a las emisiones, la cantidad de acuerdos de recompra y los objetivos de duración. Los resultados obtenidos se presentan y analizan con el Ministerio de Hacienda.

278. La Unidad de Gestión de la Deuda desarrolla el modelo de costo en riesgo. Éste se emplea para cuantificar el riesgo de la tasa de interés sobre la base de escenarios que simulan varias tasas de interés. El escenario también se emplea como modelo para analizar y discutir casos específicos con mayor detenimiento. El horizonte de este análisis es de hasta 10 años.

279. Durante los últimos años, el análisis de escenarios específicos ha sido fundamental para determinar la estrategia general a seguir respecto a la gestión de la deuda pública. Los escenarios permiten analizar con detenimiento la futura evolución de los saldos de diversos bonos, estructuras de amortización y tiempos de duración. De esta manera se determina cuán factible es una cierta estrategia teniendo en cuenta posibles factores exógenos. Entre las premisas más importantes utilizadas en este tipo de análisis se encuentra la evolución del presupuesto público.

280. En los últimos años se ha reducido la meta de duración de la deuda del gobierno central. Dicha reducción se debe principalmente al decrecimiento en la deuda que, a su vez, ha llevado a una disminución en los costos de interés, razón por la cual ha aumentado la voluntad de asumir riesgos. La deuda neta nominal ha descendido de DKr 601.000 millones, en 1997, a DKr 514.000 millones hacia fines de 2001 medida en función del PIB, lo que significa una reducción del 54% al 38% con relación al PIB.

281. Entre fines de 1998 y fines de 2001, la duración de la deuda pública se ha acortado de 4,4 años a 3,4 años. Como ya se ha descrito, la banda de duración correspondiente para el año se da a conocer al público. La evolución exacta de la duración durante el año anterior se publica en el mes de febrero en el informe anual.

282. Normalmente, cuando se determina la estrategia de gestión de riesgo y de deuda, el endeudamiento interno y el externo no se basan en una perspectiva futura específica respecto a las tasas de interés. Por esa razón, generalmente los que administran la deuda no intentan generar un rendimiento excesivo, por ejemplo, con una opinión diferente de las expectativas del mercado respecto a la futura evolución de los intereses.

C. Desarrollo de los mercados de títulos públicos

Antecedentes

283. El mercado de bonos de Dinamarca es uno de los más grandes de Europa. Hacia fines del año 2001, el valor de mercado del total de bonos en circulación en la Bolsa de Copenhague era de DKK 2.198 millones a su valor nominal. Además de los bonos públicos, el mercado danés tiene un gran volumen de bonos de crédito hipotecario. La gran proporción de estos bonos se explica por la larga tradición que existe en Dinamarca de emisión de bonos de crédito hipotecario para financiar la construcción y la adquisición de viviendas. Todos los títulos públicos están cotizados en la Bolsa de Dinamarca. Los bonos públicos representan un tercio del volumen, mientras que los bonos de crédito hipotecario constituyen los dos tercios restantes.

Curva de rendimiento de los bonos públicos

284. El mercado de bonos de Dinamarca es relativamente grande y desarrollado, y, como ya se ha mencionado, los bonos públicos conforman solo un tercio del valor total. Bajo la política del gobierno de Dinamarca, no es necesario emitir bonos a lo largo de la curva con diferentes períodos de vencimiento para mantener un mercado de capitales en buen funcionamiento. En cambio, en los últimos años se le ha dado mayor importancia a asegurar la liquidez de bonos públicos mediante una estrategia de emitir una menor cantidad de bonos con plazos de vencimiento más largos, principalmente debido a un excedente en el presupuesto público. Más aún, desde hace cierto tiempo los acuerdos de recompra han sido un importante instrumento en la política de gestión de la deuda de Dinamarca. Los acuerdos de recompra se llevan a cabo en épocas de excedentes, en parte para aumentar los requerimientos de endeudamiento durante el año, y en parte con el fin de reducir los valores pendientes de los antiguos títulos ajenos al mercado. Entre éstos se encuentran, por ejemplo, los antiguos bonos con un cupón alto.

285. En el mercado interno, las letras del Tesoro se emiten con un plazo de vencimiento de tres, seis, nueve y doce meses, y los bonos con un plazo de vencimiento de dos, cinco y diez años. Todos los bonos son préstamos reembolsables una vez al vencimiento, con cupón fijo. Hacia fines de 1998, el gobierno había dejado de emitir bonos con vencimiento a 30 años dada la baja necesidad de obtención de préstamos y la reducción de la meta de duración de la deuda pública. Los bonos públicos se utilizan como referencia en el mercado de bonos de Dinamarca. Teniendo en cuenta que la estrategia de gestión de la deuda en Dinamarca se basa en la liquidez, los bonos vinculados a un índice no se emplean como instrumento de la estrategia para la gestión de la deuda pública porque su nivel de liquidez es relativamente bajo.

286. Si la deuda pública continúa disminuyendo, se prevé que los bonos hipotecarios puedan volver a funcionar como punto de referencia, tal y como sucedía hasta principios de la década de los años noventa.

Mecanismos de emisión

Emisión de la deuda interna

287. El banco central realiza, en nombre del gobierno central, emisiones continuas de bonos públicos y de pagarés del Tesoro mediante el sistema electrónico de operaciones (Saxess) de la Bolsa de Copenhague. Los operadores autorizados a operar en la CSE pueden adquirir bonos públicos directamente del DNB a través del sistema Saxess.

288. Debido a estas emisiones continuas, los valores públicos se emiten cuando surge la necesidad de obtener préstamos. Normalmente, el Danmarks Nationalbank no hace una oferta inferior a otras respecto a sus propios bonos el mismo día o a los pocos días. La venta de valores públicos del día anterior se publica en forma diaria.

289. Las emisiones continuas tienen una larga trayectoria en el mercado de bonos hipotecarios de Dinamarca. Por esa razón, cuando se instauró el mercado de bonos públicos, lo más natural fue optar por ese método de emisión. Las emisiones continuas constituyen un sistema flexible que da al gobierno la oportunidad de emitir bonos en forma diaria. Existe una opinión generalizada en el sentido de que este tipo de ventas es una modalidad apropiada de emisión de bonos públicos internos en el mercado de bonos de Dinamarca.

290. La planificación de las emisiones continuas del año se basa en la premisa de que se venderá aproximadamente el mismo volumen de emisiones en cada uno de los meses restantes. Esto significa que al principio de cada año, las expectativas de venta mensuales *ex ante* se distribuyen de manera pareja a lo largo del año. Esta estrategia se implementa mediante una autorización que se da a la sección de servicios principales para que se centre en una cantidad específica de emisiones cada mes. Esto se complementa mediante la especificación de una cantidad mínima y una cantidad máxima por cada venta. La sección de servicios principales realiza las ventas continuas en virtud de estos límites. Al finalizar cada mes se actualiza la expectativa de ventas mensuales para el resto del año. Cada mes, los operadores de los servicios principales se ocupan de las ventas continuas. El objetivo es incentivar las ventas cuando la demanda del mercado es alta. Por lo general, las expectativas sobre la evolución futura de las tasas de interés no forman parte de la planificación de las ventas continuas.

291. Los operadores autorizados a operar en la CSE deben informar sobre las transacciones que se llevan a cabo fuera del sistema electrónico Saxess en un plazo de cinco minutos de haberse realizado la transacción. Del volumen total de ventas, un 10% es informado a la Bolsa y se lleva a cabo en el sistema electrónico Saxess. El 90% restante se transa entre los participantes del mercado por vía telefónica. Las transacciones telefónicas están basadas en los indicadores de precios de un sistema electrónico que está en la Bolsa.

292. Las letras del Tesoro se venden mensualmente en el banco central, en subastas que se realizan mediante un sistema electrónico. Todos los operadores autorizados a operar en la Bolsa de Copenhague y las contrapartes de la política monetaria del DNB pueden participar en las subastas. Se realizan ofertas con relación a la tasa de interés. Todas las que estén por

debajo de la tasa de interés límite o al mismo nivel se atienden a la tasa límite (principio de precio uniforme). Las ofertas que estén al nivel de la tasa límite podrían estar sujetas a asignaciones proporcionales.

Emisión de la deuda en divisas

293. Generalmente, los empréstitos externos se establecen sobre la base de propuestas concretas de bancos de inversión que están en contacto con inversionistas que tienen requerimientos especiales de colocación. Los *swaps* de coronas danesas a euros se establecen sobre la base de ofertas competitivas provenientes de diversos bancos de inversiones.

294. Como ya se señaló, la estrategia de gestión de la deuda externa a partir del año 2002 consiste en obtener más préstamos de consorcios bancarios directamente en euros, recurriendo a uno o más bancos directores.

Operadores de bolsa primarios, agentes especializados y programas de préstamo

295. En Dinamarca, no se recurre a operadores de bolsa primarios para la emisión de los títulos públicos internos. Mediante el sistema Saxess, todos los operadores autorizados a operar en la Bolsa de Copenhague pueden adquirir bonos públicos y letras del Tesoro directamente del Nationalbank en la Bolsa de Copenhague. Los operadores de bolsa autorizados y las contrapartes de la política monetaria del banco central pueden participar en las subastas de letras del Tesoro.

296. La Bolsa de Copenhague y la Asociación de Operadores de Valores de Dinamarca auspician respectivamente dos programas voluntarios de creación de mercados para títulos públicos, destinados a operadores especializados. Los participantes de estos programas tienen la obligación de cotizar, en todo momento, precios de compra y venta para una cierta cantidad de bonos asignados. Los precios del programa auspiciado por la Bolsa se establecen solo sobre la base del bono de referencia a 10 años, mientras que el programa de la Asociación de Operadores de Valores de Dinamarca comprende también otros valores públicos líquidos. El banco central no participa en los programas de creación de mercados.

297. Para respaldar la liquidez, se han desarrollado programas de préstamos de valores. Existen dos programas de préstamo, uno sostenido por el gobierno central y otro por el Fondo de Pensión Social. Los programas de préstamos mantienen la liquidez en el mercado de bonos públicos ya que previenen situaciones de falta de bonos. El programa que auspicia el gobierno fue introducido en 1998, mientras que el que auspicia el Fondo de Pensión Social fue introducido en 2001. Ambos programas aceptan bonos públicos de Dinamarca como garantía.

298. El programa de préstamos que sostiene el gobierno comprende principalmente emisiones de referencia no incluidas en el Fondo de Pensión Social. El programa de préstamos del Fondo de Pensión Social consta de bonos públicos en la cartera de préstamos del gobierno reembolsables de una sola vez al vencimiento. En lo que respecta a los bonos,

estos dos programas no se superponen. En su conjunto, otorgan préstamos utilizando casi todos los tipos de bonos públicos, entre otros, las letras del Tesoro.

Comunicación con el mercado financiero

299. Una comunicación fluida con el mercado financiero es importante para la gestión de la deuda pública, razón por la cual es considerada como altamente prioritaria. Temas diversos relativos a la gestión de la deuda del gobierno central se debaten en reuniones periódicas con los participantes del mercado. En dichas reuniones, éstos tienen la posibilidad de debatir sobre la gestión de la deuda pública con las distintas divisiones que se encargan de la gestión de la misma, y se aborda el tema de la posible necesidad de realizar cambios o de introducir nuevos instrumentos financieros.

Sistema de compensación y liquidación

300. Desde 1983, los bonos públicos, los pagarés y las letras del Tesoro se registran electrónicamente en el Centro de Valores de Dinamarca (Sistema VP). Los valores públicos de Dinamarca también pueden registrarse en *Euroclear* y *Clearstream*. El Sistema VP y *Euroclear* están conectados directamente entre sí para facilitar la transferencia de valores sin perder días de transacción. Las negociaciones de los valores públicos se liquidan por lo general en el Sistema VP, pero pueden también liquidarse mediante *Euroclear* o *Clearstream*. Los empréstitos provenientes del extranjero se registran en uno de estos dos sistemas. Los tres sistemas cumplen con los principios establecidos por las normas CSLP/OICV de noviembre de 2001 relacionadas con los sistemas de liquidación de valores. En su calidad de ente regulador, el banco central llevará a cabo en el primer semestre de 2002 una evaluación formal del Sistema VP en función de estas normas.

Cuestiones tributarias y efectos con relación a los valores públicos

301. En el mercado de bonos públicos danés, los bonos del gobierno de Dinamarca reciben el mismo tratamiento que otros bonos. Las reglas tributarias que se aplican no son discriminatorias, en otras palabras, la legislación general referida a los impuestos sobre los bonos se aplica a los títulos del gobierno. Los inversionistas extranjeros que adquieren bonos daneses no pagan impuestos retenidos en la fuente.

302. Para los inversionistas individuales que pagan impuestos al gobierno danés, se aplica la regla de cupón mínimo respecto a la adquisición de bonos nacionales. Mediante esta regla, las ganancias de capital devengadas por los bonos con un cupón superior al cupón mínimo están libres de impuestos. Por lo general, el cupón mínimo se reexamina dos veces al año según la evolución del nivel general de la tasa de interés.

IV. INDIA³⁰

303. India está sujeta a un régimen fiscal. En la Constitución se enuncian las atribuciones fiscales de los gobiernos central y estatal en tres listas: la lista de la Unión, la lista estatal y la lista concurrente. Según la práctica presupuestaria vigente, las tres categorías de pasivos que integran la totalidad de la deuda pública son: la deuda interna, la deuda externa y “otros pasivos”.

304. Al final de marzo de 1992, los pasivos vivos totales del gobierno central como proporción del PIB alcanzaron su nivel máximo de 65,4%; durante la primera mitad de los años noventa se observó una consolidación significativa, y al final de marzo de 1997 disminuyeron en 9 puntos porcentuales, hasta 56,4% (véase el cuadro 1 del apéndice). En el siguiente período, sin embargo, los pasivos totales registraron una tendencia al alza, llegando a situarse en un 65,3% del PIB al final de marzo de 2002 y, según proyecciones, alcanzarán el 67% al final de marzo de 2003.

305. Al igual que en el caso del gobierno central, la razón deuda/PIB de los gobiernos estatales registró inicialmente una ligera mejora, reduciéndose a 17,8% al final de marzo de 1997 frente a 19,4% al final de marzo de 1991; posteriormente, según estimaciones revisadas, la razón aumentó significativamente, hasta un 24,1% al final de marzo de 2001, (véase el cuadro 2 del apéndice). Según las estimaciones presupuestarias de los gobiernos estatales, la razón deuda/PIB sería de 23,9% al final de marzo de 2002. Del mismo modo, la razón pagos de intereses/PIB de los estados alcanzó un nivel presupuestado de 2,6% en 2001–02, frente a 1,5% en 1990–91.

306. Los pasivos combinados de los gobiernos central y estatal tuvieron una evolución similar y al final de marzo de 2001 se situaban en un 72,9% del PIB (véase el cuadro 2 del apéndice); se estima que alcanzaría un 76% al final de marzo de 2002, un nivel significativamente mayor que el 63,5% registrado al final de marzo de 1997. El acusado aumento de la razón deuda/PIB en 2001–02 es en gran parte atribuible al aumento de los pasivos totales del gobierno central. Los niveles persistentemente altos de la deuda pública se traducen en pagos de intereses cada vez mayores que, a su vez, incrementan la necesidad de financiamiento en condiciones de mercado y ejercen presiones sobre el déficit fiscal.

307. Hasta principios de los años noventa, la política de desarrollo de India se sustentaba en la función dominante del sector público. Las considerables exenciones legales y los préstamos que le otorgaba al gobierno el Banco de la Reserva de India (RBI), el banco central del país, permitían a las autoridades financiar cuantiosos déficit fiscales. Los bajos rendimientos administrados de los valores públicos, conjugados con elevados encajes legales y coeficientes de liquidez, redundaban en un sistema financiero reprimido con muy poco margen para una activa gestión de la deuda.

³⁰El presente estudio de caso fue preparado por Usha Thorat y Charan Singh del Banco de Reserva de India y por Tarun Das del Ministerio de Hacienda.

308. La reorientación de la estrategia de gestión de la deuda se inició en el marco de un proceso global de reforma del sector financiero puesto en marcha a principios de los años noventa. Para ello, las autoridades prefirieron adoptar un enfoque gradual en que tendría importancia capital la secuencia en que se pondrían en marcha las iniciativas de política.

309. La primera iniciativa de este proceso fue permitir que las tasas del mercado primario de valores públicos se determinasen mediante subastas (1992). A fin de contrarrestar en cierta medida el constante aumento del costo del endeudamiento, y en vista de la orientación de mercado del nuevo régimen y las expectativas de que las tasas de interés seguirían una tendencia descendente en los próximos años, la emisión de deuda se caracterizó por un perfil de vencimientos más cortos. El plazo máximo hasta el vencimiento de los nuevos préstamos concedidos después de adoptarse el mecanismo de formación de precios se fijó en 10 años. Esta medida obedeció en parte a las recomendaciones del Comité de revisión del funcionamiento del sistema monetario (RBI, 1985). Posteriormente, se suspendió la monetización automática del déficit fiscal y el banco central empezó a retirar gradualmente su respaldo para el financiamiento del presupuesto público a tasas subvencionadas.

310. La importancia del endeudamiento neto en condiciones de mercado para financiar el déficit fiscal bruto fue aumentando gradualmente, y su proporción pasó del 21% en 1991–92 hasta el nivel actual de 66,2%. Ello ha sucedido incluso al mismo tiempo en que las exenciones legales se han reducido. Asimismo, se han rebajado los encajes legales. El coeficiente de liquidez legal (SLR) (que exige a los bancos invertir cierto porcentaje de sus pasivos en valores públicos) ha disminuido de un máximo de 38,5% en 1990 a 25% en 1997 (actualmente sigue situándose en un 25%, el mínimo establecido por la ley). El coeficiente de reservas en efectivo (a los bancos se les exige mantener una cierta proporción de sus pasivos en el RBI en efectivo) también se redujo de un máximo de 25% en 1992 (incluido el coeficiente de reservas en efectivo aplicado a los incrementos marginales de los pasivos) a 5% en junio de 2002.

311. La estrategia de gestión de la deuda empezó a centrarse, por una parte, en los riesgos de tasa de interés y refinanciamiento implícitos en la gestión de la deuda pública y, por otra, en los objetivos de política monetaria, para que la política de gestión de la deuda no fuese incoherente con los objetivos de política monetaria. Dicha estrategia, a su vez, obligó a las autoridades a desarrollar los marcos institucional, de infraestructura, legal y normativo del mercado de valores públicos.

A. Creación de un marco institucional y de gobernación sólidos

Objetivo

312. El objetivo de la política de gestión de la deuda ha cambiado con los años. En un inicio, se centraba en reducir al mínimo el costo del endeudamiento. Actualmente tiene por objetivo reducir al mínimo, a largo plazo, el costo del endeudamiento, teniendo en cuenta los riesgos y velando por que la política de gestión de la deuda sea coherente con la política monetaria.

Alcance

313. En la clasificación actual del presupuesto existen tres categorías de pasivos que representan la totalidad de la deuda del gobierno central, a saber, la deuda interna, la deuda externa y “otros pasivos”.

314. La deuda pública de India comprende la deuda interna y la deuda externa, y está garantizada por el Fondo consolidado de India, como se indica en “*Consolidated Fund of India - Capital Account*” del estado financiero anual del presupuesto de la Unión. El artículo 292 de la Constitución dispone la fijación de un límite para la deuda pública garantizada por este fondo pero excluye a los “*otros pasivos*” de la cuenta pública. El artículo 293 de la Constitución contiene una disposición similar sobre el endeudamiento contraído por los estados en que se estipula que la cámara legislativa estatal está facultada para fijar límites al endeudamiento respaldado por el Fondo consolidado. No obstante, las facultades de endeudamiento de los estados se limitan a la deuda interna y exige el consentimiento previo del Gobierno de India si el estado tiene préstamos pendientes de reembolso frente al Gobierno de India.

315. La *deuda interna* incluye préstamos de mercado, valores especiales emitidos por el RBI, bonos de compensación y de otro tipo, letras del Tesoro emitidas para el RBI, los gobiernos estatales, bancos comerciales y otras partes, así como valores en rupias no negociables y que no devengan intereses emitidos para instituciones financieras internas. La deuda interna se clasifica en préstamos de mercado, otras obligaciones a largo y mediano plazo y obligaciones a corto plazo, y figuran en el presupuesto de ingresos del gobierno de la Unión. La *deuda externa* abarca préstamos otorgados por gobiernos y organismos extranjeros. Los pasivos que no representen deudas internas y externas incluyen otras obligaciones del gobierno que devengan intereses, como los depósitos de ahorro de cajas postales, depósitos en planes de ahorro pequeños, préstamos obtenidos por medio de certificados de efectivo de las cajas postales, fondos de previsión, fondos de reserva que devengan intereses de departamentos como los ferrocarriles y las telecomunicaciones, y otros tipos de depósitos.

316. La partida de “*otros pasivos*” del gobierno que figura en las cuentas fiscales es atribuible más a la función bancaria de éste que a sus actividades como prestatario. Por lo tanto, estas obligaciones, que no cuentan con la garantía del Fondo consolidado de India, figuran en las cuentas públicas. Asimismo, algunos rubros incluidos en “*otros pasivos*”, como las cuentas de ahorro pequeñas son más características de los flujos autónomos que, en gran medida, dependen de las preferencias públicas y las ventajas relativas de esos instrumentos. Sin embargo, debe subrayarse que todos los pasivos representan obligaciones del gobierno.

317. Como se desprende de los datos provisionales sobre el presupuesto efectivo del año 2001-02, el 69,4% del déficit fiscal bruto del gobierno central, que equivale al 6% del PIB, se financió con endeudamiento en el mercado interno y 26,1% contrayendo otros pasivos. El financiamiento externo representó solo un 1,6% del déficit fiscal bruto. Según las estimaciones presupuestarias para 2002-03, la meta del déficit fiscal bruto del gobierno

central es 5,3% del PIB: un 70,7% será financiado con endeudamiento en el mercado interno, un 28,7% mediante otros pasivos y solo 0,6% recurriendo al financiamiento externo.

Coordinación con las políticas monetaria y fiscal

318. El RBI ejerce la función de administrador de la deuda interna negociable del gobierno. Puesto que el RBI se encarga también de la gestión monetaria, es necesario coordinar las políticas monetaria y de gestión de la deuda, sobre todo en vista del considerable endeudamiento que ha sido programado a tasas vinculadas a las del mercado. En la etapa de preparación del presupuesto, el gobierno y el RBI celebran consultas sobre la magnitud global del programa de endeudamiento de mercado del centro y del endeudamiento agregado de mercado del conjunto de los estados.

319. La coordinación de la política de gestión de la deuda, la política fiscal y la política monetaria tiene las siguientes características:

- El Comité de mercados financieros (FMC) del RBI (integrado por los jefes de departamento encargados de la gestión de la deuda, la política monetaria y la gestión de las reservas en divisas) se reúne diariamente para evaluar los mercados, la liquidez y otras consideraciones financieras.
- Los funcionarios de gestión de la deuda participan en la reunión sobre la estrategia de la política monetaria que se realiza al menos una vez por mes.
- El Comité permanente sobre gestión del efectivo y la deuda (integrado por representantes del RBI encargados de la gestión y las operaciones de la deuda en calidad de banquero del gobierno y del Ministerio de Hacienda, y el gobierno que se encarga de la preparación del presupuesto, la política fiscal y las cuentas fiscales) se reúne mensualmente.
- En el ejercicio anual anterior a la preparación del presupuesto, el presupuesto monetario se armoniza con las finanzas públicas y las de los gobiernos subnacionales.

320. En las etapas iniciales de desarrollo de los mercados, sobre todo en países como India en que el endeudamiento neto en el mercado es elevado (entre 3% y 4% del PIB en el período reciente), el hecho de que el banco central tenga encomendada la gestión de la deuda y la gestión monetaria tiene la ventaja de permitir una coordinación adecuada de las políticas. Durante esta etapa inicial, sin embargo, y a medida que los mercados se desarrollan, la economía se abre a los flujos de capital y el sector privado empieza a contribuir más a la actividad económica y, por lo tanto, se hace necesario contar con una gestión monetaria independiente y separar la función de gestión de la deuda del banco central. De conformidad con el proyecto de Ley sobre responsabilidad fiscal y gestión presupuestaria (actualmente ante el Parlamento), y como primer paso para separar la gestión de la deuda de la gestión monetaria, se ha propuesto eliminar en tres años la participación del RBI en el mercado primario de valores públicos.

321. La estrategia de separar la función de gestión de la deuda del banco central ha sido aceptada en principio. Sin embargo, la separación de las dos funciones dependerá de la

medida en que puedan darse tres condiciones: control razonable del déficit fiscal, desarrollo de los mercados financieros y modificaciones legislativas. La efectiva separación de las funciones de gestión de la deuda dependerá de la medida y la rapidez con que puede reducirse el déficit fiscal. En algunos casos, las elevadas necesidades de financiamiento del gobierno y el interés en reducir al mínimo el efecto de este endeudamiento sobre las tasas de interés han obligado a las autoridades a colocar, de vez en cuando, valores privados en el RBI, o a recurrir al mercado primario de emisiones como oferente no competitivo y posteriormente vender dichos valores en el mercado cuando mejore la situación. Se considera que el primer paso para separar las funciones de gestión de la deuda de las funciones de gestión monetaria es eliminar la participación del RBI en el mercado primario. Por lo tanto, la reducción del déficit fiscal se considera como un requisito para garantizar que el endeudamiento del gobierno no cree perturbaciones en los mercados financieros y para permitir una transición ordenada en la separación de la función de gestión de la deuda. Con respecto al desarrollo y la integración de los mercados financieros, se ha logrado avanzar considerablemente gracias a la creación de nuevos instrumentos y la aparición de nuevos participantes, el fortalecimiento de la infraestructura institucional, y la mayor claridad del marco reglamentario. Por el lado legislativo, se han producido dos modificaciones importantes: i) la enmienda propuesta de la carta orgánica del RBI para suprimir el carácter obligatorio de la función de gestión de la deuda pública asignada al RBI, y conferir al gobierno central los poderes discrecionales para hacerse cargo de la gestión de la deuda o asignar esa tarea a alguna otra entidad independiente y ii) el proyecto de ley propuesto con respecto a la responsabilidad fiscal y la gestión del presupuesto, que se espera permitirá contener el déficit fiscal.

Marco jurídico

322. La Constitución otorga al poder ejecutivo facultades para endeudarse utilizando como garantía los recursos del Fondo consolidado de India o los fondos de los estados, sujeto a los posibles límites legales que puedan fijar el Parlamento o las cámaras legislativas estatales.

323. El Parlamento o cámara legislativa estatal autoriza el endeudamiento al aprobar el presupuesto, en tanto que el RBI en calidad de agente del gobierno (tanto de la Unión como de los estados) ejecuta el programa de endeudamiento.

324. El RBI invoca las facultades jurídicas que le confiere la Ley del Banco de Reserva de India (1934) para realizar sus funciones de gestión de la deuda. Aunque la administración de la deuda pública del gobierno de la Unión es una obligación del RBI, éste se encarga de la gestión de la deuda pública de los diversos gobiernos estatales por acuerdo.

325. Los aspectos de las operaciones de gestión de la deuda que se refieren a procedimientos se rigen por la Ley de deuda pública (1944) y las disposiciones de las Reglas sobre la deuda pública. En vista de los avances tecnológicos y los otros cambios que se están produciendo en el mercado de valores públicos, las autoridades han manifestado interés en reemplazar la Ley de deuda pública de 1944 por una Ley sobre valores públicos más actualizada.

326. Se han propuesto enmiendas a la carta orgánica del RBI para suprimir el carácter obligatorio de las funciones de gestión de la deuda encomendadas al RBI y permitir al gobierno que delegue en agentes la función de administrar la deuda pública. De este modo se eliminaría el obstáculo legal que se interpone a la supervisión de las funciones de gestión de deuda del RBI.

Estructura orgánica

327. Pese a que el RBI realiza actualmente todas las funciones de gestión de la deuda interna negociable, ellas están distribuidas en distintos departamentos. La oficina de análisis y control de riesgos toma las decisiones sobre el perfil de vencimientos y la secuencia cronológica de la emisión, en consulta con el Ministerio de Hacienda.

328. Con respecto a la gestión de la deuda externa, los servicios principales están a cargo de varias divisiones territoriales del Departamento de Asuntos Económicos del Ministerio de Hacienda, como son la División Fondo-Banco, la División del BCE, la División del BAsD, la División de la CEE, la División de Japón, además del RBI. La Unidad de Gestión de la Deuda Externa, dependencia del Ministerio de Hacienda, ofrece los servicios de análisis y control de riesgos, en tanto que la Oficina de Fiscalización de las Cuentas de Ayuda y la Auditoría del Ministerio de Hacienda cumplen las funciones de servicios auxiliares.

329. El RBI está facultado para administrar la deuda del gobierno de la Unión y de los gobiernos estatales (provinciales) de conformidad con las disposiciones de la Ley del Banco de Reserva de India (1934). Si bien el RBI tiene encomendada, por ley, la gestión de la deuda de la Unión, también se ha hecho cargo de la gestión de la deuda de los estados mediante acuerdos mutuos con los respectivos estados. Por lo tanto, la función de administrar el programa de endeudamiento de mercado de la Unión y de los gobiernos estatales recae sobre el RBI.

330. La Unidad de Gestión de la Deuda Interna del RBI desempeña la función de administrar la deuda. Sus principales actividades comprenden la preparación de un calendario básico de emisión en el mercado primario, determinar el perfil de vencimientos más deseable, diseñar instrumentos y métodos para captar recursos, fijar la magnitud y las fechas de emisión y tomar otras decisiones fundamentales teniendo en cuenta las necesidades del gobierno, las condiciones de mercado y las preferencias de los diversos segmentos y, al mismo tiempo, garantizar que la estrategia global sea compatible con los objetivos generales de política monetaria. Por último, dicha unidad organiza las subastas.

331. La recepción de ofertas y las funciones de liquidación están a cargo de diversas dependencias del RBI. Asimismo, una serie de oficinas de la deuda pública realizan las funciones de registro y depositaría, llevan la contabilidad de los valores y efectúan los asientos para registrar la propiedad. Las cuentas centrales las mantiene el Departamento de Cuentas Públicas y Bancarias.

332. En algunos casos, las decisiones relativas a la ejecución del programa de endeudamiento, que se basan en las propuestas que presente la unidad y las preferencias del

mercado, las adopta el Comité de Gestión de Caja y de la Deuda. Dicho comité, de carácter permanente, está integrado por funcionarios del Ministerio de Hacienda y el RBI. Si bien se trata de una colaboración formal entre el Ministerio y el RBI, esta relación se beneficia de las consultas mutuas que realizan con regularidad las divisiones de presupuesto y gasto de ambas entidades.

333. Otro de los comités permanentes es el Comité Técnico Asesor en el Mercado de Dinero y Valores Públicos, que asesora al RBI en materia de desarrollo y reglamentación del mercado de valores públicos. Dicho comité está integrado por representantes distinguidos del sector financiero, asociaciones de mercado como la Asociación de operadores primarios de India, la Asociación de Mercados de Dinero, Renta Fija y Derivados Financieros de India, los fondos mutuos de inversión, así como por catedráticos y funcionarios de gobierno.

334. Las operaciones que forman parte de la función de gestión de la deuda están sujetas a la auditoría obligatoria del RBI que abarca todas sus funciones. Asimismo, los departamentos en cuestión son objeto de una auditoría interna que comprende una auditoría de gerencia y una auditoría concurrente. Puesto que no se preparan cuentas financieras separadas para las operaciones de gestión de la deuda del RBI no se justifica la realización de una auditoría formal para estas operaciones. Sin embargo, aunque la Contraloría General de Cuentas lleva las cuentas de las operaciones de gestión de deuda, estas cuentas son objeto de auditoría por parte de la Contraloría y la Auditoría General de Cuentas, que es una entidad constitucional.

335. Si bien las funciones de gestión de la deuda interna vuelven a ser examinadas en el informe anual del RBI, publicación obligatoria que se somete a la consideración del Parlamento, las funciones de gestión de la deuda externa se declaran en el informe anual sobre la situación de la deuda externa que el Ministerio de Hacienda presenta al Parlamento.

B. Marco de gestión del riesgo y estrategia para la gestión de la deuda

Marco para la gestión del riesgo

336. En vista de los cuantiosos déficit fiscales que ha registrado el gobierno central —entre 5% y 7% del PIB en los años noventa— es menester establecer un entorno estable a largo plazo que facilite el crecimiento económico y fomente la estabilidad de los precios. En lo que se refiere a la gestión de la deuda externa, el Gobierno de India ha adoptado un enfoque prudente y progresivo para establecer la convertibilidad de la cuenta de capital. En una primera etapa, las autoridades liberalizaron los flujos financieros no creadores de deuda y posteriormente levantaron las restricciones sobre los flujos de deuda a largo plazo. La liberalización del endeudamiento comercial externo se aplica únicamente al crédito a mediano y largo plazo. La deuda externa a corto plazo es objeto de un control riguroso y la magnitud del déficit en cuenta corriente se vigila celosamente. De hecho, el Gobierno de India no se endeuda ante fuentes comerciales externas y en las cuentas del gobierno no figuran deudas externas a corto plazo. La proporción de deuda en condiciones concesionarias es elevada y al final de marzo de 2002 representaba casi un 80% de la deuda externa.

soberana. Asimismo, en la cartera de endeudamiento, la deuda pública se concentra en los vencimientos más largos.

337. Estas políticas han dado fruto. Las restricciones de la cuenta de capital para los residentes y el reducido volumen de pasivos a corto plazo ayudaron a proteger el país de la crisis económica de Asia oriental en 1997–2000. Con los años, los indicadores de la deuda externa han ido mejorando significativamente. Actualmente, India forma parte de la categoría de países “de bajo endeudamiento” según la clasificación de *Global Development Finance* del Banco Mundial. La carga de la deuda externa, medida según el coeficiente deuda/PIB, se ha reducido a casi la mitad, hasta 20% al final de diciembre de 2001, frente al máximo de 38,7% registrado al final de marzo de 1992. Análogamente, la carga del servicio de la deuda, como proporción de los ingresos corrientes en valores brutos de la cuenta externa cayó al 16,3% en 2000–01, frente a un máximo de 35,3% en 1990–91. Si bien el saldo de la deuda a corto plazo fue reduciéndose en forma continua, la razón entre la deuda a corto plazo y la deuda externa total disminuyó del máximo de 10,2% registrado al final de marzo de 1991 a un 3,4% al final de marzo de 2001. Al mismo tiempo, gracias al aumento sustancial de las reservas de divisas, la deuda a corto plazo como proporción de los activos en divisas disminuyó a 8,8% frente al máximo de 382% durante ese período.

338. Con respecto a la deuda interna, también hay un incentivo natural para centrar la atención en la viabilidad a largo plazo de las tasas de interés, teniendo en cuenta el entorno fiscal y otras variables macroeconómicas, al programar la estructura de vencimientos de la deuda y la distribución entre tasas fijas y variables y deuda externa. Se ha procurado deliberadamente evitar la emisión de deuda de tasa variable, a corto plazo o denominada en moneda extranjera.

339. En los primeros años de la transición hacia tasas determinadas por el mercado, y de acuerdo con las preferencias de los inversionistas, el vencimiento medio de la deuda nueva (emitida en un año) oscilaba entre 5,5 años y 7,7 años durante el período comprendido entre 1992/93 y 1998/99. A medida que fueron atenuándose las presiones inflacionarias y los mercados fueron desarrollándose, y en vista de la estructura de las fechas de rescate del saldo de la deuda y la necesidad de suavizar la estructura de los vencimientos y minimizar el riesgo de refinanciamiento, la política de gestión de la deuda deliberadamente ha procurado extender el perfil de vencimientos. En consecuencia, el vencimiento medio de la nueva deuda emitida (en un año) después de 1998/99 fue superior a 10 años, y en lo que va del año hasta diciembre de 2001, el vencimiento medio de los préstamos emitidos ha sido de unos 14 años. Al final de diciembre de 2001, el vencimiento medio del saldo de la deuda total era de unos 8,20 años frente a aproximadamente 6 años en marzo de 1998.

340. La elección entre el momento de entrar al mercado (lo cual entraña un costo de inmovilización) y la realización de operaciones “justo a tiempo” (que implica un riesgo de incertidumbre de los mercados) son elementos que se tienen en cuenta al recurrir al mercado. A fin de evitar que los mercados se vuelvan inestables durante el año como resultado de un endeudamiento imprevisible o cuantioso por parte del gobierno, o de la incertidumbre en los mercados de divisas, a veces el RBI participa en la emisión primaria efectuando colocaciones

privadas de deuda consigo mismo. Posteriormente estas colocaciones se venden en el mercado secundario cuando mejoran las condiciones de liquidez y disminuye la incertidumbre. A fin de reducir al mínimo el riesgo que pueda engendrar la participación ocasional del RBI en las subastas primarias, que da lugar a un aumento de la base monetaria, el RBI realiza operaciones activas de mercado abierto teniendo en cuenta la liquidez que el sistema necesita para las operaciones internas y externas.

341. Sin embargo, el principal riesgo que se presenta en la gestión de la deuda se refiere a la magnitud de la misma y las presiones que crea el servicio de la deuda. Por lo tanto, como parte de su función de prestar asesoramiento y administrar la deuda, el RBI ha instado al gobierno a imponer un tope sobre la deuda total. Asimismo, ha proporcionado el material técnico necesario para que pueda redactarse el proyecto de Ley sobre responsabilidad fiscal y gestión presupuestaria a fin de reducir al mínimo la vulnerabilidad del país. Este proyecto de ley, actualmente objeto de estudio en el Parlamento, contempla reducciones focalizadas del déficit fiscal, sobre todo, en lo que se refiere a la insuficiencia del ingreso y a la razón deuda total/PIB, así como la eliminación de la participación del RBI en la emisión primaria de deuda.

Estrategia

342. Dada la magnitud del programa de endeudamiento en el mercado adoptado por la Unión y los estados, el enfoque de la gestión de la deuda ha consistido en reducir al mínimo el costo del endeudamiento sujeto a riesgo de refinanciamiento. Por lo tanto, las decisiones con respecto a la composición y los vencimientos de la deuda obedecen a una preferencia por la aversión al riesgo en el entorno actual de déficit fiscales y de probables déficit fiscales en el futuro. La estrategia se sustenta en las tres premisas siguientes:

- Debe reducirse al mínimo el riesgo de refinanciamiento.
- Debe reducirse al mínimo la deuda externa.
- Debe reducirse al mínimo la deuda de tasa variable.

Al mismo tiempo, se ha velado por que las tasas de interés sean viables en el tiempo.

343. Con respecto a la deuda externa, se ha preferido obtener préstamos en condiciones relativamente concesionarias y con vencimientos más largos. Últimamente, el gobierno ha adoptado también la política de reembolsar por adelantado parte de la deuda contraída frente a entidades multilaterales y bilaterales. En algunos casos, los países prestatarios han reprogramado los vencimientos y las tasas de interés de los préstamos de mayor costo.

344. La vulnerabilidad del país se ha reducido considerablemente evitando el crédito externo soberano y el crédito de tasa variable. Según las estimaciones revisadas de 2001/02, la deuda interna representa casi el 61% de los pasivos totales, y otros pasivos internos constituyen el 24% del total de pasivos pendientes del gobierno central (véase el cuadro 2 del apéndice). La deuda externa (valorada al tipo de cambio actual), comprende principalmente deuda frente a las instituciones multilaterales y crédito bilateral, y representa alrededor de un

15% de los pasivos totales. La deuda no negociable, integrada principalmente por fondos de pequeños ahorristas, es administrada por el gobierno. El riesgo de refinanciamiento está debidamente reconocido. La política de gestión de la deuda se centra principalmente en el control del perfil de vencimientos y en la determinación de la proporción de letras del Tesoro a 364 días en el programa global de endeudamiento, así como de la proporción de la deuda a tasa variable

345. El proceso de consolidación de la deuda —en que se renueva y vuelve a emitirse el saldo de la deuda— ha ayudado en cierta medida a contener el número de bonos en el nivel vigente al final de 1998–99. Los resultados de este proceso pueden apreciarse señalando que, de los 110 préstamos pendientes de reembolso³¹, 43 (un 39%) representan el 77% del saldo de la deuda negociable. Por otra parte, el voluminoso y creciente endeudamiento neto del gobierno ha puesto de manifiesto la necesidad de ampliar el perfil de los vencimientos de la cartera del gobierno para reducir al mínimo el riesgo de refinanciamiento. Los préstamos que vencen en los próximos cinco años representan un 31% del saldo total de la deuda³², en tanto que un 37% de los préstamos vencerán entre el sexto y décimo años. Por lo tanto, un 32% de los préstamos tienen vencimientos de más de 10 años. Al final de 2001 el vencimiento ponderado medio del saldo de la deuda ascendía a 8,20 años, frente a aproximadamente 6 años al 31 de marzo de 1998.

346. En 1999 empezó a renegociarse el crédito por medio de subastas basadas en el precio (anteriormente las subastas se basaban en el rendimiento), y ello ha redundado muy positivamente en la liquidez de mercado y fomentado la aparición de títulos de referencia. Además, la renegociación ha facilitado la formación de precios, ofreciendo valores representativos para el mercado de valores basados en la fecha de emisión.

347. No se considera justificado el rescate anticipado de los numerosos préstamos existentes a cambio de un número reducido de acciones de referencia en vista del costo y cuestiones administrativas y legales. La ausencia de superávit presupuestarios y cláusulas de rescate anticipado para los saldos existentes hace difícil lograr una consolidación activa de este tipo.

348. Sin embargo, como se señaló anteriormente, en 2001/2002 las autoridades reembolsaron anticipadamente parte de una onerosa deuda externa contraída frente a instituciones multilaterales y reprogramaron créditos bilaterales de alto costo. Asimismo, las autoridades han permitido que determinadas empresas del sector privado reembolsen por anticipado crédito externo de alto costo que contaba con garantía estatal. Estas políticas han ayudado a reducir la deuda externa soberana y, en cierta medida, los pasivos contingentes del gobierno.

³¹Los resultados corresponden al cierre de 2001.

³²Estas cifras también se registraron al cierre de 2001.

Gestión de caja

349. En 1994, el gobierno suscribió un acuerdo sin precedentes con el RBI para desmantelar gradualmente el sistema de monetización automática del déficit presupuestario en un plazo de tres años. Por consiguiente, el 1 de abril de 1997 se suprimió el sistema de financiamiento público basado en la creación ad hoc de letras del Tesoro. Por medio de un mecanismo nuevo, se creó un sistema de anticipos (*ways and means advances*) para ayudar al gobierno a hacer frente a los descalces transitorios de sus flujos de caja. En el marco de este sistema, se fija un anticipo máximo, y cuando se alcanza un 75% de ese límite, el RBI queda facultado para captar fondos en el mercado en nombre del Estado. Evidentemente, este régimen significa que el gobierno tiene que financiar sus necesidades presupuestarias a tasas vinculadas a las del mercado. A fin de tener en cuenta la evolución de los flujos de caja del sector público, el anticipo máximo es más bajo en el segundo semestre que en el primero. La creación de este régimen de anticipos ha obligado al RBI a familiarizarse con las técnicas de gestión activa de la deuda. Asimismo, ha puesto de manifiesto que el gobierno necesita administrar sus recursos de caja con eficiencia. Por consiguiente, cuando se genera un superávit, los fondos se invierten en los valores de la cartera del RBI, lo cual reduce el volumen del endeudamiento neto frente al RBI así como su costo.

350. El RBI también proporciona anticipos a los estados. Los límites se fijan de acuerdo con una fórmula en que se tienen en cuenta los ingresos y el gasto de capital de los estados. Una vez alcanzados estos límites, empiezan a acumularse sobregiros que no pueden exceder del monto del anticipo máximo ni registrarse por más de 12 días hábiles. Una vez superado ese límite, se suspenden los pagos en nombre del respectivo gobierno estatal.

351. Los superávit de los estados se invierten en letras especiales intermedias del Tesoro del gobierno central. Puesto que estos instrumentos pueden redescuentarse de inmediato cuando haga falta, la tasa de interés se fija a la tasa bancaria menos 1 punto porcentual. A solicitud de los gobiernos estatales, el RBI puede, además, invertir los excedentes de los estados en valores fechados de la cartera de inversión del gobierno al precio vigente en el mercado secundario.

Pasivos contingentes

352. Los pasivos contingentes del gobierno central son consecuencia de las operaciones que éste realiza para fomentar el ahorro y la inversión privados mediante la emisión de garantías. Los pasivos contingentes del gobierno central pueden ser de tipo interno o externo y tener características explícitas o implícitas. Los pasivos contingentes internos del gobierno central se componen de las garantías directas de la deuda interna, los costos de recapitalización de empresas públicas o los pasivos jubilatorios no capitalizados. Los de tipo externo se componen de las garantías directas de la deuda externa, las garantías cambiarias correspondientes a la deuda externa contraída a través de determinados bonos, como los *Resurgent India Bonds* y los *Indian Millennium Deposits*, y contragarantías que se ofrecen a los inversionistas extranjeros que participan en proyectos de infraestructura y, sobre todo, de generación de electricidad. Si bien los pasivos contingentes no forman parte de la deuda

pública desde el punto de vista contable, pueden imponer fuertes restricciones sobre la situación fiscal del gobierno en casos de incumplimiento.

353. En el período comprendido entre fines de marzo de 1994 y fines de marzo de 1999, el volumen total de garantías directas vigentes emitidas por el gobierno central para respaldar deuda interna y externa se mantuvo constante en cerca de 1 billón de rupias. Si bien las garantías internas aumentaron ligeramente durante ese período, en valores absolutos el volumen de garantías de la deuda externa se redujo. Como proporción del PIB, sin embargo, tanto las garantías internas como externas disminuyeron tres puntos porcentuales durante el período 1993–1999. Por lo tanto, la deuda total con garantía del gobierno central fue bajando continuamente, de 11,8% del PIB en 1993–94 a 5,9% en 1998–99.

354. Asimismo, las garantías cambiarias de la deuda externa repercuten en las finanzas del gobierno central. Por ejemplo, de conformidad con las disposiciones de la garantía que respalda los bonos de fomento (*Resurgent India Bonds*), las pérdidas cambiarias que superen un 1% del monto total en moneda extranjera, o el equivalente de US\$4.200 millones, tienen que ser absorbidas por el Gobierno de India. La magnitud de la pérdida incurrida desde agosto de 1998, cuando estos bonos empezaron a emitirse, dependerá del tipo de cambio vigente en la fecha en que sean rescatados en 2003. Hace muy poco se ofreció una garantía cambiaria similar a favor de los US\$5.500 millones que se captaron a través de los *India Millennium Deposits* entre octubre y noviembre de 2000. En el caso de las contragarantías otorgadas a inversionistas extranjeros que participan en proyectos de infraestructura, se plantean riesgos similares para el Ministerio de Hacienda. En forma simultánea, ha aumentado el volumen de los pasivos contingentes internos implícitos en los fondos de pensiones.

Topes legales para la deuda y los pasivos contingentes del gobierno

355. En vista del largo historial de enormes deudas públicas y cargas de los intereses acumulados, provocados por muchos años de cuantiosos déficit fiscales que limitaban cada vez más el margen de maniobra de la gestión fiscal, el gobierno central presentó recientemente al Parlamento un proyecto de ley de responsabilidad fiscal y gestión presupuestaria para el segundo milenio. Esta legislación tiene por objeto proteger la equidad intergeneracional de la gestión fiscal y la estabilidad macroeconómica a largo plazo. Este objetivo se lograría acumulando un superávit de ingresos adecuado, eliminando el déficit fiscal, suprimiendo los obstáculos fiscales para la eficaz aplicación de la política monetaria y administrando la deuda en forma prudente y compatible con la viabilidad fiscal, mediante límites al crédito, la deuda y los déficit que puede acumular el gobierno central, y una mayor transparencia en las operaciones fiscales. Las metas específicas de la gestión de la deuda en este sentido son velar por que los pasivos totales del gobierno central (incluida la deuda externa valorada al tipo de cambio corriente) se reduzcan en los próximos diez años y que no superen el 50% del PIB. Asimismo, el gobierno central no podrá endeudarse con el RBI mediante la suscripción de emisiones primarias del mismo.

356. Asimismo, el proyecto de ley procura contener los pasivos contingentes limitando las garantías a no más de 0,5% del PIB en un ejercicio. Concretamente, la transparencia exigida en los estados presupuestarios incluiría la divulgación de los pasivos contingentes resultantes de garantías, incluidas las que se otorguen para financiar el riesgo cambiario de cualquier transacción, así como los títulos de crédito o compromisos del gobierno central que puedan tener repercusiones presupuestarias.

C. El desarrollo de los mercados de títulos públicos

Necesidad y enfoque

357. En vista de la función del gobierno de administrador de la deuda, la creación de mercados desarrollados y líquidos de valores públicos es esencial para que el RBI pueda facilitar la formación de precios y reducir el costo de la deuda pública. Además, cuando los mercados reúnen estas características ofrecen un mecanismo eficaz de transmisión de la política monetaria, facilitan el uso y la determinación de los precios de los instrumentos de cobertura del riesgo y ofrecen una referencia para otros instrumentos de deuda. Por lo tanto, en su calidad de autoridad monetaria, el RBI tiene interés en que se desarrolle los mercados de deuda. Cuando los mercados son líquidos, la valoración de los activos financieros es más transparente y acertada; además, la liquidez facilita la gestión del riesgo y, por lo tanto, los mercados resultan sumamente valiosos para el RBI en la regulación del sistema financiero. A medida que el sistema se integre a los mercados mundiales es necesario garantizar que el costo de la intermediación financiera en los mercados internos sea bajo; de lo contrario, la intermediación se traslada a los centros extraterritoriales. Ello refuerza el argumento a favor de desarrollar los mercados internos de deuda.

358. En consecuencia, desde principios de los años noventa, el RBI se ha empeñado activamente en desarrollar los mercados de valores públicos, adoptando medidas cuidadosamente diseñadas, en una secuencia prudente, como parte de un programa de trabajo bien definido que abarca el diseño de mercados primarios y secundarios, desarrollo institucional, ampliación del número de participantes y productos, establecimiento de prácticas sólidas de compraventa y liquidación, divulgación de información sobre el mercado, y normas de prudencia en materia de valoración, contabilidad y divulgación.

Agentes primarios

359. En India se ha adoptado el sistema de operadores primarios para desarrollar tanto el mercado primario como secundario de valores públicos. Este sistema ha funcionado desde 1996. El fomento de un mecanismo institucional para los operadores primarios tiene por objeto velar por el desarrollo de la capacidad para garantizar la emisión y crear mercados de valores públicos al margen del RBI, de modo que este último pueda ir abandonando gradualmente esas funciones; asimismo, el objetivo es fortalecer la infraestructura del mercado de valores públicos para que sea más dinámico y líquido y tenga una base más amplia. Los objetivos intermedios incluyen mejorar el sistema de negociación del mercado secundario, lo cual facilitaría la formación de precios, incrementaría la liquidez y el volumen

de negocios, alentaría a una base más amplia de inversionistas a mantener tenencias voluntarias de valores públicos, y convertiría a los operadores primarios en un cauce eficaz para realizar operaciones de mercado abierto.

360. Entre las obligaciones de los operadores primarios se cuentan comunicar al RBI sus compromisos anuales en cuanto a ofertas, garantizar la emisión primaria y ofrecer cotizaciones de compra y venta para determinados valores públicos. Los compromisos anuales de oferta se determinan por medio de negociaciones entre el RBI y los operadores primarios. La seriedad de las ofertas se garantiza mediante una estipulación que exige que los compromisos de oferta guarden relación con un determinado coeficiente de éxito (40%). A cambio, el RBI otorga a los operadores respaldo de liquidez. Dicho respaldo, que en los primeros años funcionó exclusivamente como servicio permanente (vinculado a los compromisos de oferta y la actividad en el mercado secundario, y con un tope equivalente a una cierta proporción del patrimonio neto), se está eliminando progresivamente. Junto con los bancos, los operadores primarios pueden utilizar el Servicio de ajuste de liquidez (LAF) del RBI, en virtud del cual el RBI realiza operaciones de recompra, activas y pasivas, en el mercado.

361. Los operadores primarios son esencialmente empresas financieras no bancarias con un alto grado de capitalización, establecidos como filiales de bancos e instituciones financieras o como sociedades, y desempeñan una función dominante en el mercado de valores públicos. Actualmente, 18 operadores primarios están autorizados por el RBI para realizar operaciones.

362. Posteriormente el RBI concibió, además, un mecanismo institucional de operadores auxiliares para que colaborasen con los operadores primarios en la tarea de desarrollar el mercado al por menor de la deuda del gobierno. Como su nombre indica, la misión de estos operadores era vincularse a los operadores primarios y por ese motivo el RBI no les ofreció las mismas ventajas de que gozaban los operadores primarios. La consiguiente falta de acceso al mercado de préstamos a muy corto plazo y los obstáculos para las operaciones de recompra (incluida la prohibición de vender valores adquiridos en el marco de acuerdos de recompra y de efectuar ventas en descubierto) han limitado el margen de acción de estos operadores. El resultado ha sido que el sistema nunca funcionó adecuadamente. Si bien algunos de estos operadores auxiliares se convirtieron más adelante en operadores primarios, los demás solo se han desempeñado como agentes corredores.

Operadores

363. Si bien se alienta a los bancos a negociar directamente, en la medida de lo posible sin corredores, también pueden realizar operaciones en valores públicos recurriendo a los corredores miembros de la Bolsa Nacional de Valores, la Bolsa de Valores de Bombay y el Mercado Extrabursátil de India (OTCEI). Un 35% de las operaciones se realizan al margen de las bolsas. Las operaciones restantes las realizan miembros corredores que declaran sus operaciones a la bolsa. Tras detectarse irregularidades en el mercado de valores (vínculos

fraudulentos entre los corredores y los bancos), el RBI recomendó a los bancos no realizar más de un 5% de sus transacciones con un solo corredor.

Instrumentos

364. A principios de los años noventa, se experimentó con la emisión de una serie de instrumentos como los bonos de cupón cero, acciones que los inversionistas podían adquirir a plazos, bonos de tasa variable y bonos de capital indexados, además de los bonos de tasa fija.

365. En vista de los requisitos de los diversos segmentos del mercado, la necesidad de reducir la gama de vencimientos de un año para otro, y la necesidad de emitir nuevos valores que tendrían vencimientos clave de referencia, los valores emitidos en los últimos años han tenido vencimientos relativamente más largos. En la medida de lo posible, el RBI procura emitir valores que abarquen toda la curva de rendimientos. Si bien el perfil ampliado de vencimientos ha beneficiado a los inversionistas a largo plazo, como las compañías de seguros y los fondos de previsión o de pensiones, ha generado descalces entre los activos y pasivos en el sector bancario, el cual sigue siendo el principal inversionista final y tenedor de los valores públicos. En reconocimiento de esta situación, el RBI está intentando desarrollar el mercado de valores públicos ofreciendo STRIPS (valores cuyos intereses y principal se venden por separado). El documento sobre los STRIPS se ha divulgado en el sitio del RBI en Internet para fomentar consultas más amplias sobre este tema³³.

366. Además, a fin de facilitar la gestión del riesgo de tasa de interés, el RBI ha vuelto a emitir un reducido volumen de bonos de tasa variable (que se emitieron por primera vez en 1995). Actualmente, el volumen colocado asciende a un 1,5% del total. No se ha experimentado con bonos de rescate variable debido a la magnitud de la deuda global, el nuevo programa de emisión y el riesgo de refinanciamiento.

Procedimientos de emisión

367. Los títulos públicos se venden normalmente mediante subasta. En algunos casos se enajenan por ventanilla con cupón fijo. Las características más pertinentes de los procedimientos de emisión han sido codificadas y el gobierno las da a conocer en una notificación general. Los pormenores de cada emisión se divultan generalmente en un plazo de entre 3 y 7 días antes de la emisión/subasta.

368. Al publicarse un calendario debe hallarse una solución de compromiso entre la certeza que exige el mercado y la flexibilidad que anhela el emisor en cuanto al momento ideal de entrar al mercado. Asimismo, los movimientos imprevisibles de los flujos de caja del gobierno restringen en gran medida la publicación del calendario de emisión. En abril de 2002 se divulgó por primera vez un calendario de emisión con carácter indicativo, de valores fechados y negociables del gobierno de India durante la primera mitad del ejercicio fiscal.

³³Véase www.rbi.org.in

Posteriormente, en septiembre de 2002, se anunció un calendario indicativo para las actividades de obtención de préstamos que se realizarían en el segundo semestre de ese año. Se prevé que esta práctica de anunciar el calendario dos veces por año seguirá permitiendo a los inversionistas pequeños e institucionales programar sus inversiones con mayor eficacia, y seguirá fomentando la transparencia y estabilidad del mercado de valores públicos. Ya existe un calendario anticipado de emisión para las subastas de letras del Tesoro.

369. En el caso de los estados, el RBI prefiere normalmente un método de cupón preanunciado, y los rendimientos se fijan en niveles de aproximadamente 25 puntos básicos por encima de la tasa de mercado vigente para un efecto del gobierno de la Unión de vencimiento similar.

370. En las subastas de valores públicos pueden participar particulares, instituciones, fondos de pensiones, fondos de previsión, ciudadanos de India no residentes, sociedades de capital de ultramar e inversionistas institucionales extranjeros. Los particulares y pequeños inversionistas como los fondos de previsión y de pensiones y las sociedades también pueden participar, sobre una base no competitiva, en subastas de ciertos valores públicos fechados y letras del Tesoro. Las ofertas no competitivas se permiten desde enero de 2002 y un pequeño porcentaje, no más del 5%, se asigna a oferentes no competitivos a un precio correspondiente al promedio ponderado de la tasa mínima aceptada. Las ofertas se reciben por intermedio de bancos y operadores primarios. Aunque el principal método de subasta es el formato de precios múltiples, últimamente el RBI ha empezado a utilizar, a título experimental, el método de precios uniformes.

371. Cuando el gobierno necesita con urgencia obtener recursos del mercado, y no se cuenta con suficiente tiempo para organizar una emisión pública porque el mercado no está preparado, el RBI adquiere una colocación privada (a tasas relacionadas con las de mercado basadas en las tasas del mercado secundario) que posteriormente enajena en el mercado secundario cuando las condiciones son apropiadas. El método de ventas por ventanilla también se utiliza cuando la demanda es incierta y el RBI y el gobierno no desean correr el riesgo de subastar los títulos. Este enfoque también se utiliza ampliamente en el caso de los préstamos de los gobiernos estatales.

Avances tecnológicos y mecanismos de liquidación

372. Actualmente el RBI está perfeccionando el sistema de compraventa negociado (NDS) que entró en funcionamiento en febrero de 2002. Este sistema facilita la presentación de ofertas electrónicas en las subastas y permite la liquidación directa gracias a la conexión con las Oficinas de deuda pública y las cuentas de los bancos en el RBI. Los bancos, los operadores primarios y otras instituciones financieras, incluidos los fondos mutuos de inversión, pueden negociar la compraventa de valores públicos en tiempo real utilizando esta modalidad electrónica y declarar sus transacciones en el sistema para su ulterior liquidación. Los pormenores de las transacciones podrán divulgarse al mercado por medio del sistema en forma transparente. Asimismo, en octubre de 2002 el RBI empezó a divulgar en su sitio en Internet datos en tiempo real sobre las transacciones en valores públicos registradas en el sistema.

373. El sistema de entrega contra pago (método I) adoptado en 1995 para liquidar las transacciones en valores públicos ha reducido considerablemente el riesgo de liquidación, y ha facilitado el aumento del volumen de transacciones en el mercado secundario de valores públicos. La culminación de los proyectos en curso y la puesta en marcha de los servicios y productos conexos relacionados con la cámara de compensación (*Clearing Corporation of India Ltd.*, (CCIL)), el sistema de compraventa negociado (NDS), y los servicios de transferencia electrónica de fondos y liquidación bruta en tiempo real, así como la legislación propuesta para enmendar la Ley de valores públicos (en lugar de la Ley de deuda pública de 1944) permitirán incrementar aún más la eficiencia y seguridad del mercado de valores públicos.

374. La cámara de compensación (CCIL) se creó al mismo tiempo que el NDS en febrero de 2002. Esta cámara actúa como contraparte centralizada en la liquidación de transacciones directas y de repo en valores públicos. Las liquidaciones de la CCIL están garantizadas por la cámara a través de un fondo propio de garantía de liquidación financiado por sus miembros. Se considera que el establecimiento del CCIL representa un gran paso adelante en el desarrollo del mercado de valores públicos y se prevé que el mercado de repos registre un crecimiento significativo.

375. Las labores en torno a la creación de un sistema de liquidación bruta en tiempo real ya se han iniciado y se prevé que redundarán en nuevas mejoras al sistema de liquidación y pagos.

Mercado al por menor

376. El RBI ha fomentado una mayor participación de inversionistas pequeños en el mercado de valores públicos. Como parte de este esfuerzo, ha instado a los fondos mutuos de inversión de primera categoría (*Gilt mutual funds*) a desarrollar el mercado al por menor de valores públicos. Dichos fondos concentran el 100% de sus inversiones en valores públicos; a su vez, venden participaciones a los inversionistas. El RBI ofrece un limitado respaldo de liquidez a los fondos mutuos de inversión por medio de repos para fomentar el desarrollo de un mercado indirecto de valores públicos al por menor.

377. El RBI permite la participación de inversionistas pequeños en las subastas en forma no competitiva hasta el equivalente de 5%, como máximo, del monto notificado. El funcionamiento del sistema está a cargo de los bancos y los operadores primarios.

378. A fin de que las transacciones en valores públicos al por menor sean eficientes y fáciles de realizar, se ha propuesto establecer en las bolsas un sistema en pantalla de tramitación de pedidos que cuente con salvaguardias de liquidación adecuadas.

Coordinación entre la gestión de la deuda pública y la deuda del sector privado

379. Además de ocuparse de la activa gestión de la deuda, el RBI ha centrado su atención en la necesidad de racionalizar las tasas de interés que continúan administradas y el régimen tributario que se aplica a los pequeños ahorristas y al ahorro contractual, como los fondos de

previsión y pensión, no solo para reducir al mínimo el costo efectivo de la deuda global sino también para alinear las tasas de interés de estos pasivos con las tasas de mercado. Las instituciones financieras públicas y las instituciones bancarias de desarrollo a largo plazo son los principales emisores de deuda en el sector no gubernamental y, por lo tanto, han recibido directrices para garantizar que las tasas de interés de la deuda que emiten no superen determinados diferenciales con respecto a valores públicos con plazos similares. El RBI no rige la deuda de las empresas pero, aunque comunica al gobierno (Ministerio de Hacienda) el nivel aceptable del endeudamiento total de mercado, también tiene en cuenta las necesidades del sector empresarial que forzosamente se satisfacen en los mercados de crédito y de capital (endeudamiento).

Leyes y reglamentación

380. Se prevé que la Ley de deuda pública de 1944 será remplazada por la nueva Ley sobre los valores públicos. El proyecto de ley procura racionalizar y simplificar los procedimientos que rigen la administración de la deuda pública de los gobiernos central y estatal, y recogerá los cambios que se han producido en el entorno operativo y tecnológico.

381. En virtud de las enmiendas de la Ley de reglamentación de valores (contratos) (SCRA) de marzo de 2000, la tarea de reglamentar la compraventa de valores públicos recae claramente sobre el RBI y, en consecuencia, ha quedado definida la jurisdicción reglamentaria del RBI en lo que refiere a las operaciones del mercado de valores públicos³⁴.

382. En el entorno reglamentario actual no se permiten las ventas de valores en descubierto.

Régimen tributario

383. Los valores públicos no están sujetos a retención de impuestos en la fuente. Las ganancias se consideran como ingreso o como ganancias de capital, según las características de la transacción, y los inversionistas tienen la opción de pagar sus impuestos sobre una base de caja o una base devengada. No obstante, este régimen tributario podría crear distorsiones en el mercado cuando se cree el mercado de STRIPS. La Dirección Central de Impuestos Directos (CBDT) ha enmendado las normas que rigen el tratamiento tributario de los bonos de cupón cero o de fuerte descuento estableciendo que los impuestos serán calculados a partir de la revaloración actualizada de las ganancias. Los incentivos tributarios de que goza la deuda no negociable, como los ahorros pequeños, tienden a crear distorsiones en el mercado de valores públicos y recientemente un comité encabezado por el subgobernador del RBI recomendó que se racionalice el tratamiento tributario que se aplica a esos instrumentos.

³⁴La Superintendencia de Valores de India regula el mercado de capital. Un comité de alto nivel sobre el mercado capital coordina las dos entidades regulatorias.

Cumplimiento de las normas del CSLP/OICV

384. Pese a que se está realizando un minucioso examen por separado de las normas del CSLP/OICV, a continuación se describe en términos generales la medida en que estas normas se están cumpliendo:

- *Riesgo preliquidación:* Actualmente todas las operaciones de compraventa las confirman directamente a los participantes el mismo día en que se realizan, y se liquidan ese día o el próximo, lo cual reduce el riesgo del período previo a la liquidación. En el caso de las transacciones que realizan los operadores de bolsa, la confirmación ocurre sobre una base T+0, pero la liquidación puede tardar hasta T+5.
- *Riesgo de liquidación:* Todas las operaciones de compraventa que realicen bancos, instituciones financieras, operadores primarios y fondos mutuos de inversión que mantengan cuentas “virtuales” en la oficina de deuda pública del RBI se liquidan en una operación global efectuada mediante una transacción de entrega contra pago, en que los saldos de las transacciones se acumulan hasta el final del día cuando finalmente puede conocerse el monto de liquidación. En ese momento, si se registra una insuficiencia de valores o de fondos, se considera que las operaciones de compraventa “han fracasado”. En 2001 ello sucedió en aproximadamente el 0,01% del número total de operaciones de compraventa, y casi el 0,3% del valor total de esas operaciones. El establecimiento del CCIL y su capacidad para garantizar la liquidación por medio de diversos sistemas de gestión del riesgo, incluida la constitución de un fondo de garantía de liquidación, han permitido reducir al mínimo el riesgo de preliquidación y liquidación.
- *Riesgo legal:* Aún no se han puesto en práctica varias de las salvaguardias jurídicas que se recomiendan para proteger el sistema de liquidación, incluidos los derechos de las contrapartes centralizadas sobre los recursos del Fondo de garantía de liquidación en caso de que sus miembros sean insolventes, etc. No obstante, hasta que no se efectúen modificaciones legislativas muy específicas, la legalidad de los diversos aspectos del proceso de liquidación seguirá basándose en acuerdos mutuos con sujeción al derecho contractual, y en la adopción de conceptos, como la novación, para asegurar la legalidad del proceso de compensación.

Apéndice

Cuadro 1. Pasivos pendientes del gobierno central

(En 10 millones de rupias; “crore”)

Año	Pasivos internos (3+4)	Deuda interna	Otros pasivos internos	Deuda externa 1/	Pasivos totales pendientes (2+5)	Deuda externa ajustada 2/	Pasivos totales pendientes ajustados 2/ (2+7)
1	2	3	4	5	6	7	8
1990-91	283.033	154.004	129.029	31.525	314.558	66.314	349.347
1991-92	317.714	172.750	144.964	36.948	354.662	109.685	427.399
1992-93	359.654	199.100	160.554	42.269	401.923	120.987	480.641
1993-94	430.623	245.712	184.911	47.345	477.968	127.808	558.431
1994-95	487.682	266.467	221.215	50.929	538.611	142.514	630.196
1995-96	554.984	307.869	247.115	51.249	606.233	148.398	703.382
1996-97	621.438	344.476	276.962	54.238	675.676	149.564	771.002
1997-98	722.962	388.998	333.964	55.332	778.294	161.418	884.380
1998-99	834.551	459.696	374.855	57.255	891.806	177.934	1.012.485
1999-2000	962.592	714.254	248.338	58.437	1.021.029	186.791	1.149.383
2000-01	1.111.081	803.698	307.383	65.945	1.177.026	189.990	1.301.071
2001-02(RE)	1.274.369	909.052	365.317	67.899	1.342.268	222.780	1.497.149
2002-03(BE)	1.444.248	1.021.739	422.509	68.520	1.512.768	n.d.	n.d.
(Como porcentaje del PIB)							
1990-91	49,8	27,1	22,7	5,5	55,3	11,7	61,4
1991-92	48,6	26,5	22,2	5,7	54,3	16,8	65,4
1992-93	48,1	26,6	21,5	5,6	53,7	16,2	64,2
1993-94	50,1	28,6	21,5	5,5	55,6	14,9	65,0
1994-95	48,2	26,3	21,8	5,0	53,2	14,1	62,2
1995-96	46,7	25,9	20,8	4,3	51,0	12,5	59,2
1996-97	45,4	25,2	20,2	4,0	49,4	10,9	56,4
1997-98	47,5	25,5	21,9	3,6	51,1	10,6	58,1
1998-99	47,9	26,4	21,5	3,3	51,2	10,2	58,2
1999-2000	49,9	37,0	12,9	3,0	52,9	9,7	59,6
2000-01	53,2	38,5	14,7	3,2	56,4	9,1	62,3
2001-02(RE)	55,6	39,7	15,9	3,0	58,6	9,7	65,3
2002-03(BE)	56,9	40,3	16,6	2,7	59,6	n.d.	n.d.

1/ Al tipo de cambio histórico.

2/ Convertidos utilizando el tipo de cambio de final de año.

Cuadro 2. Pasivos pendientes de los gobiernos central y estatales, total
(En 10 millones de rupias; “crore”)

Año	Gobierno central			Deuda gobiernos estatales Interna	Gobierno central y estatales, total		
	Interna	Externa 2/	Total		Interna	Externa 2/	Total
1	2	3	(2+3)	5	6	7	(6+7)
1990-91	283.033	66.314	349.347	110.289	319.432	66.314	385.746
1991-92	317.714	109.685	427.399	126.338	360.787	109.685	470.472
1992-93	359.654	120.987	480.641	142.178	410.579	120.987	531.566
1993-94	430.623	127.808	558.431	160.077	489.546	127.808	617.354
1994-95	487.682	142.514	630.196	184.527	557.294	142.514	699.808
1995-96	554.984	148.398	703.382	212.225	638.296	148.398	786.694
1996-97	621.438	149.564	771.002	243.525	719.390	149.564	868.954
1997-98	722.962	161.418	884.380	281.207	836.207	161.418	997.625
1998-99	834.551	177.934	1.012.485	341.978	978.018	177.934	1.155.952
1999-2000	962.592	186.791	1.149.383	420.132	1.145.905	186.791	1.332.696
2000-01	1.111.081	189.990	1.301.071	504.248	1.333.156	189.990	1.523.146
2001-02(RE)	1.274.369	222.780	1.497.149	n.d.	n.d.	222.780	n.d.
2002-03(BE)	1.444.248	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

(Como porcentaje del PIB)							
1990-91	49,8	11,7	61,4	19,4	56,2	11,7	67,8
1991-92	48,6	16,8	65,4	19,3	55,2	16,8	72,0
1992-93	48,1	16,2	64,2	19,0	54,9	16,2	71,0
1993-94	50,1	14,9	65,0	18,6	57,0	14,9	71,9
1994-95	48,2	14,1	62,2	18,2	55,0	14,1	69,1
1995-96	46,7	12,5	59,2	17,9	53,7	12,5	66,2
1996-97	45,4	10,9	56,4	17,8	52,6	10,9	63,5
1997-98	47,5	10,6	58,1	18,5	54,9	10,6	65,5
1998-99	47,9	10,2	58,2	19,6	56,2	10,2	66,4
1999-2000	49,9	9,7	59,6	21,8	59,4	9,7	69,1
2000-01	53,2	9,1	62,3	24,1	63,8	9,1	72,9
2001-02(RE)	55,6	9,7	65,3	n.d.	n.d.	9,7	n.d.
2002-03(BE)	56,9	n.a.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

1/ Al tipo de cambio histórico.

2/ Convertidos utilizando el tipo de cambio de final de año.

V. IRLANDA³⁵

385. La gestión de la deuda pública de Irlanda se encomendó a la Dirección Nacional de Gestión de Tesorería (NTMA) en virtud de la ley promulgada en 1990. Las facultades delegadas comprenden la emisión, las operaciones en el mercado secundario y todas las actividades afines necesarias como, por ejemplo, la organización de las operaciones de liquidación y pago.

A. Objetivos y coordinación de la gestión de la deuda

Objetivos de la gestión de la deuda

386. Los principales objetivos de la NTMA en la gestión de la deuda nacional son: primero, salvaguardar la liquidez para garantizar que las necesidades de financiamiento del Tesoro puedan satisfacerse prudentemente y en forma eficiente en función de los costos, y segundo, mantener el costo anual del servicio de la deuda al nivel más bajo posible, al tiempo que se tiene presente la necesidad de contener el riesgo dentro de límites aceptables. La NTMA también debe tomar en cuenta la magnitud absoluta de la deuda ya que sus operaciones pueden afectar el nivel de endeudamiento (fuertes descuentos y composición por monedas).

387. Si bien los objetivos generales de la gestión de la deuda siguen siendo básicamente los mismos, la estrategia para alcanzarlos sí ha cambiado, sobre todo, como consecuencia de la adopción del euro.

Alcance

388. Las actividades en materia de deuda abarcan tanto la emisión como la gestión subsiguiente de la deuda a corto y largo plazo del gobierno central, así como la gestión de sus saldos de caja. Se centra no solo en el costo anual del servicio de la deuda, en el sentido tradicional de cuantificar y controlar el valor anual total de los costos por concepto de intereses y de emisión, sino también en el efecto económico de estas actividades durante el período de endeudamiento. Para reflejar este aspecto se calcula el valor neto actualizado de la deuda y se compara con un nivel de referencia.

Coordinación con las políticas monetaria y fiscal

389. El costo anual del servicio de la deuda representa, en términos de flujos de caja, una gran proporción del gasto global del presupuesto del Ministro de Hacienda; se ajusta de manera a que sea compatible con el nivel global de endeudamiento o de superávit previsto en dicho presupuesto. Aunque actualmente el Banco Central Europeo (BCE) formula la política

³⁵Este estudio de caso fue preparado por Oliver Whelan del Departamento de Financiamiento y Gestión de la Deuda, Dirección Nacional de Gestión de Tesorería.

monetaria, antes de adoptarse el euro esa función la realizaba el Banco Central de Irlanda (CBI). La política de gestión de la deuda no se coordina con la política monetaria del BCE. Hasta 1999 tampoco existía dicha coordinación, aunque sí se intercambiaban voluntariamente con el CBI datos y opiniones sobre la orientación básica de la política de gestión de la deuda. En el ejercicio de sus funciones de gestión de la deuda, la NTMA estaba consciente de la necesidad de evitar cualquier conflicto con las políticas monetaria y cambiaria del banco central. Cuando se adoptó el euro en 1999, cesó la necesidad de continuar considerando este factor en la formulación de políticas.

Servicios y asesoramiento de Tesorería a otras ramas del gobierno

390. Las funciones de gestión de la deuda de la NTMA se refieren únicamente a la deuda del gobierno central. La deuda de las otras ramas del gobierno, como las autoridades de los gobiernos locales, las direcciones regionales de salud y los organismos estatales, sigue siendo responsabilidad de esas entidades, con sujeción a la aprobación y las directrices del Departamento de Hacienda. La NTMA ha sido facultada, sin embargo, para ofrecer servicios centralizados de tesorería, mediante servicios de depósito y préstamo, así como asesoramiento en tesorería a una gama de autoridades locales designadas, direcciones de salud y comités locales de educación. Asimismo, está autorizada para brindar asesoramiento a los ministros respecto a la gestión de los fondos que controlan y, de delegarse los poderes pertinentes, para administrar dichos fondos en nombre del respectivo ministro. Actualmente, la NTMA administra los activos del Fondo de Seguridad Social en el marco de esa delegación de poderes. Además, la NTMA tiene encomendada la función de administrar el Fondo Nacional de Reservas Jubilatorias bajo la dirección de los comisarios, nombrados por el Ministro de Hacienda.

Transparencia y rendición de cuentas

Relación con el Ministro de Hacienda

391. El Ministro de Hacienda aprueba los fondos presupuestarios destinados a atender el costo anual del servicio de la deuda; la NTMA está obligada, por ley, a observar en la mayor medida posible esas asignaciones. Los resultados con respecto a las cifras presupuestadas se comunican al Ministro de Hacienda, así como los resultados, en valores netos actualizados, en relación con una cartera de referencia. Sin embargo, los pagos del servicio de la deuda, incluidas las amortizaciones, se cargan primero a los ingresos del gobierno y, de conformidad con las disposiciones de la legislación que autoriza el endeudamiento, no exigen la aprobación anual del Ministro o el Parlamento. Asimismo, la NTMA comunica al Ministro de Hacienda las directrices generales de su estrategia de endeudamiento para cada año, e indica los montos que tiene previsto obtener en préstamo en moneda nacional y en otras monedas. El Ministro asesora anualmente a la NTMA por medio de directrices generales y de carácter prudencial sobre los principales ámbitos de política, como la composición del endeudamiento a tasa variable y a tasa fija, el perfil de vencimientos, el riesgo cambiario y otros datos financieros. El auditor público, el Contralor y el Auditor General realizan anualmente una auditoría del cumplimiento de estas directrices por parte de la NTMA.

Función de los administradores de la deuda y el banco central

392. Los encargados de administrar la deuda y el CBI desempeñan funciones independientes y separadas desde la perspectiva legal e institucional, en el sentido de que el banco central no desempeña ningún papel en la política de gestión de la deuda. La adopción del euro en 1999 no alteró las características esenciales de esta relación, salvo en la medida en que a partir de entonces dejó de ser imprescindible el intercambio informal de datos y opiniones para instrumentar eficazmente la política monetaria y de gestión de la deuda. Actualmente, la NTMA colabora con el banco central en la aplicación de la política de gestión de liquidez del BCE, en el sentido de que mantiene en la cuenta del Tesoro del CBI un saldo diario convenido. Asimismo, el CBI lleva el registro de los tenedores de bonos del Gobierno de Irlanda. En diciembre de 2000, la función de liquidación y pago de estos bonos se transfirió del banco central al banco Euroclear.

Procedimiento abierto para la elaboración de la política de gestión de la deuda y divulgación de información sobre la misma

393. En el informe y cuentas anuales de la NTMA se presenta un estado completo de las políticas contables. Además, la NTMA publica al principio de cada año el calendario de subastas de bonos de ese año junto con un estado del monto total de las emisiones programadas para ese año. Las subastas de bonos de la NTMA son de precio múltiple y se realizan por medio de ofertas competitivas presentadas por operadores primarios reconocidos. Actualmente, son siete los operadores primarios obligados a cotizar electrónicamente precios indicativos de compra y venta para los bonos de referencia, respetando el diferencial máximo entre el precio de oferta y de venta para montos mínimos, fijados todos los días entre las 8.00 h y las 16.00 h. Asimismo, los operadores primarios tienen la obligación de ser agentes creadores de mercado para los bonos del Gobierno de Irlanda en el sistema internacional de compraventa electrónica, EuroMTS, y en su versión nacional, MTS Ireland.

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

394. Las proyecciones presupuestarias del gobierno para el próximo año y los dos años posteriores se publican anualmente en diciembre. Estas proyecciones incluyen cifras sobre el superávit o déficit presupuestario global del gobierno para cada año, así como los resultados preliminares del año en curso. Además, en las cuentas financieras anuales del gobierno se publican datos pormenorizados sobre la composición de la deuda por tipo de instrumento, estructura de vencimiento y monedas. Durante el transcurso del año, el Ministerio de Hacienda publica información detallada sobre la evolución de los agregados presupuestarios al final de cada trimestre, junto con una evaluación de las perspectivas para el resto del año. En el informe anual de la NTMA se presentan las cuentas auditadas y descripciones de sus principales actividades. Asimismo, durante el año la NTMA divulga información detallada sobre los mercados en que opera y cifras sobre el monto pendiente de los diversos instrumentos de deuda que emite en esos mercados. Además, publica semanalmente información sobre los montos pendientes de cada emisión de bonos.

Rendición de cuentas y seguridades de integridad

395. La NTMA cuenta con un oficial de control y cumplimiento que rinde cuentas al director general. Además, contrata a una de las principales firmas contables internacionales para que realice la auditoría interna de todos los datos, sistemas y controles. Además, las cuentas anuales, que son verificadas por el Auditor Estatal y el Contralor y Auditor General, deben presentarse al Parlamento dentro de un plazo obligatorio de seis meses después del cierre del ejercicio contable a que corresponden. El contralor y el auditor general presentan los resultados del ejercicio al Parlamento.

Marco institucional

Gobernación

396. La carta orgánica de la Dirección Nacional de Gestión de Tesorería de 1990 creó la NTMA para que se encargara de obtener fondos en préstamo para el Tesoro, administrara la deuda nacional en nombre del Ministro de Hacienda, sujeto a su control y supervisión general, y realizara ciertas funciones afines y actividades relacionadas.

397. En virtud de la carta orgánica de 1990, las autoridades quedaron facultadas para delegar en la NTMA las funciones de obtención de préstamos y gestión de la deuda del Ministro de Hacienda, con sujeción a las directrices o pautas que éste emita. Las obligaciones o pasivos contraídos por la NTMA en el ejercicio de sus funciones tienen la misma fuerza de ley y efecto que si las hubiese asumido el Ministro.

398. El director general, que es nombrado por el Ministro de Hacienda, rinde cuentas directamente al ministro y para fines del Comité de Cuentas Públicas del Dáil (la cámara baja del Parlamento), es considerado el oficial contable. La NTMA cuenta con un comité asesor, integrado por representantes del sector financiero, tanto interno como internacional, y del Ministerio de Hacienda, que asesora y ofrece orientación sobre cuestiones sometidas a su consideración por la NTMA.

399. Al presentar la legislación al Parlamento en 1990, el Ministro de Hacienda explicó los principales motivos que dieron lugar al establecimiento de la NTMA en los siguientes términos:

“... la gestión de la deuda es una actividad cada vez más compleja y especializada que exige sistemas de gestión flexibles y personal calificado capaz de aprovechar al máximo la oportunidad de ahorrar recursos.

... es cada vez más evidente que las operaciones ejecutivas y comerciales del endeudamiento y la gestión de la deuda exigen un mayor nivel de especialización, que ha rebasado la capacidad de un departamento gubernamental. Asimismo, debido a la expansión del sector de los servicios financieros en Dublín, el Departamento [de Hacienda] ha perdido personal

calificado y experimentado en el ámbito financiero, y no ha sido posible contratar personal adecuado de otros lugares.

...[en la nueva Dirección] habrá flexibilidad para establecer salarios y condiciones de trabajo, de modo que podrá contratarse y retenerse personal clave; a estas personas se les encomendará tareas bien definidas que deberán cumplir satisfactoriamente: el personal de la Dirección no formará parte del cuerpo de funcionarios públicos."

400. Se consideró que la centralización de las funciones de gestión de la deuda en un solo organismo, cuyo cometido sería realizar operaciones como si fuera una empresa comercial, con libertad para contratar personal con la formación necesaria, se traduciría en una gestión de la deuda más profesional que si enfrentara las limitaciones de la administración pública.

401. A fin de asegurar la completa independencia de la NTMA de la función pública, la legislación constitutiva prohíbe expresamente que sus funcionarios sean empleados públicos. No obstante, la rendición de cuentas en el ámbito político se mantiene estableciendo que el director general debe rendir cuentas directamente al Ministro de Hacienda y encomendando al director general la tarea de presentar los resultados de la NTMA al Comité de Cuentas Públicas del Parlamento.

402. Las facultades generales con respecto al endeudamiento y la gestión de la deuda del Ministro han sido delegadas a la NTMA, que no necesita ninguna autoridad parlamentaria o legislativa adicional para solicitar fondos en préstamo o realizar operaciones de gestión de la deuda. Sin embargo, la NTMA debe presentar anualmente al Ministro de Hacienda un estado en que se indique el monto que prevé obtener en préstamo en moneda nacional o en otras monedas durante el transcurso del año. En términos generales, la NTMA está facultada para realizar transacciones bancarias normales que tengan por objeto mejorar la gestión de la deuda. Estas facultades generales incluyen el recurso a instrumentos financieros derivados así como atribuciones para recomprar deuda o, si los instrumentos de deuda lo permiten, rescatarla en forma anticipada.

Organigrama de la oficina de deuda

403. La jerarquía de la NTMA refleja el hecho de que tiene encomendada una serie de funciones, además de la gestión de la deuda, a saber, la gestión del Fondo Nacional de Reservas Jubilatorias que es administrado por comisarios, y la tramitación de las solicitudes de indemnización por daños personales y de la propiedad, en que la NTMA ejerce las funciones de oficina estatal de indemnizaciones.

404. El director general supervisa a varios directores encargados de los siguientes asuntos: financiamiento, gestión de la deuda y tecnología de la información; gestión financiera y del riesgo; asuntos jurídicos y del sector de las empresas (incluida la deuda al por menor); el Fondo Nacional de Reservas Jubilatorias y la oficina estatal de indemnizaciones. Asimismo, la NTMA cuenta con un comité asesor, nombrado por el Ministro de Hacienda, que formula

recomendaciones sobre la remuneración del director general y otros asuntos que le sean presentados por la NTMA.

405. La separación entre las funciones de financiamiento y gestión de la deuda, por una parte, y las funciones de gestión del riesgo y gestión financiera, por la otra, se ajusta a las prácticas óptimas y garantiza la separación indicada de poderes y atribuciones.

406. La NTMA conserva su personal clave por medio de los contratos y planes de remuneración y prestaciones que ofrece. Éstos son flexibles y concebidos para atraer personal calificado, sobre una base permanente o temporal, en función de las necesidades. Esta libertad para contratar y remunerar el personal siguiendo criterios de mercado fue un elemento clave en la decisión de las autoridades de establecer la NTMA. Puesto que se trata de un organismo relativamente pequeño, la capacitación del personal se subcontrata a terceros por considerarse la opción más eficiente. La unidad de tecnología de la información (TI) ha reforzado los sistemas de respaldo informático de la oficina de servicios auxiliares que permiten una tramitación directa de las operaciones de compraventa desde la oficina de formulación de estrategias hasta la de servicios auxiliares, así como la preparación de los informes de gestión. Para alcanzar esos objetivos se contrataron servicios temporales de TI. La afiliación de la NTMA a los sistemas SWIFT y TARGET permite procesar transacciones de pago en tiempo real.

Gestión de las operaciones internas

407. A fin de controlar el riesgo de operación interna, los pagos y la separación de funciones se rigen por políticas y procedimientos rigurosos, de conformidad con las siguientes prácticas óptimas de aplicación general en el sector financiero:

- Segregación de las funciones de la oficina de servicios principales de las que realiza la oficina de servicios auxiliares. Esta separación se logra por medio de controles lógicos y físicos que rigen el acceso a los sistemas informáticos y la aplicación de las siguientes disposiciones y descripciones de productos que se detallan a continuación:
- Disposiciones en que se explican en profundidad los procedimientos de oficina que rigen las funciones clave y se enuncian los niveles de autoridad y las responsabilidades.
- Descripciones de los productos, en que se explican las operaciones financieras y las instrucciones de tramitación en detalle, y se señalan los riesgos implícitos.
- Ordenes de pago que se establecen con instituciones con las cuales la NTMA está autorizada para realizar operaciones.
- Confirmación de terceros, que se exigen para todas las transacciones.
- Conciliaciones y registro diarios.
- Seguimiento de la exposición al riesgo crediticio de los depósitos y de las transacciones en instrumentos derivados, que no deben exceder los límites aprobados.
- Grabación de ciertas conversaciones telefónicas.
- Administrar la función de control/auditoría interna/auditoría externa, y
- Código de conducta y directrices sobre conflicto de intereses.

408. Asimismo, se prevén planes de emergencia en caso de catástrofes que permitan a la NTMA restablecer sus funciones esenciales en un lugar auxiliar en un plazo de entre una y cuatro horas. Este plan se somete regularmente a pruebas y fue posible gracias a la política de respaldar todos los datos en medios informáticos y de salvaguardar dichos datos tres veces por día en otro lugar.

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

409. La estrategia global de gestión de la deuda es proteger la liquidez para que las necesidades de financiamiento del Tesoro puedan satisfacerse en forma prudente y con eficiencia desde el punto de vista de los costos y, al mismo tiempo, garantizar que el costo anual del servicio de la deuda se mantenga en un mínimo, sujeto a un nivel aceptable de riesgo.

Gestión del riesgo

410. Los principales riesgos que surgen en la gestión del endeudamiento, al margen del riesgo operativo analizado anteriormente, son los riesgos crediticios, de mercado y de liquidez financiera.

Riesgo crediticio

411. La unidad de gestión del riesgo propone los límites de crédito de cada contraparte y posteriormente deben ser autorizados por el director general. La exposición al riesgo crediticio se evalúa diariamente y toda irregularidad se señala inmediatamente al director general.

412. Al fijarse los límites de crédito para cada contraparte, se determina un límite único sobre el volumen consolidado de operaciones que pueden realizarse con la contraparte, es decir, se establece un límite que se aplica globalmente a todas las operaciones. Estos límites constan de un componente a corto plazo (hasta un año) y otro a largo plazo (más de un año hasta el vencimiento). Al determinarse el riesgo máximo que la NTMA está dispuesta a asumir frente a una contraparte, se tienen en cuenta el balance y el rendimiento del capital de la contraparte, así como la calificación y situación crediticia que le asignaron los principales servicios de calificación, a saber, Moody's, Standard and Poor's y Fitch. Se utiliza el valor de mercado de los instrumentos derivados en la cuantificación del riesgo crediticio. Además, el riesgo se evalúa teniendo en cuenta las variaciones que pueden producirse como resultado de movimientos de mercado, y la posición es objeto de un examen continuo.

Riesgo de mercado

413. La NTMA supervisa las dimensiones de la cartera de endeudamiento que se refieren a los costos y riesgos de diversas formas: a) llevando la gestión de la cartera efectiva con respecto a la cartera de referencia sobre una base del valor neto actualizado y b)

administrando el presupuesto del servicio de la deuda. Tanto el riesgo de tasa de interés como el riesgo cambiario son objeto de controles y mediciones, y los datos correspondientes se divultan.

414. Los parámetros de referencia que se emplean son un reflejo de los objetivos a mediano plazo de la estrategia de gestión de la deuda del Tesoro y captan la medida en que la NTMA está dispuesta a asumir riesgo de mercado. Una vez establecida la referencia, en consulta con asesores externos, se presenta al Ministro de Hacienda para que la apruebe y decida si es compatible con sus directrices globales de gestión de la deuda. Esta referencia se revisa periódicamente (con la anuencia de los asesores externos de la NTMA y del Departamento de Hacienda) para tener en cuenta cambios importantes en las relaciones económicas estructurales, pero no en respuesta a fluctuaciones a corto plazo del mercado.

415. La cartera de referencia es una cartera hipotética generada por computador que establece niveles apropiados para la meta de tasa de interés, la composición por monedas, el perfil de vencimientos y la duración de la cartera. Se elabora a partir de la relación de sustitución entre el costo y el riesgo a mediano plazo calculada mediante un análisis de simulación. El costo se define suponiendo valores de mercado actualizados de la deuda, en tanto que el riesgo se define sobre la base de la probabilidad de que los costos del servicio de la deuda superen la asignación presupuestaria del Ministro de Hacienda. A partir de estas simulaciones se escoge una cartera de referencia que mantenga su solidez cuando se somete a una serie de resultados posibles, y que no dependa excesivamente de un solo conjunto de supuestos con respecto a la evolución futura de las tasas de interés y los tipos de cambio.

416. Uno de los principales riesgos que deben ser controlados es la posibilidad de que el costo anual del servicio de la deuda fluctúe demasiado de un año para otro, y que supere la meta fijada por el Ministro de Hacienda. Paralelamente, el parámetro de referencia tiene por objeto reducir al mínimo el costo global de la deuda expresada en valores de mercado actualizados. Al construirse el parámetro de referencia, los ejercicios de simulación tienen por objeto encontrar una cartera que reduzca al mínimo el valor de mercado actualizado (el costo) cerciorándose de que el costo anual del servicio de la deuda se mantenga en el nivel mínimo compatible con un entorno en que no se registran fluctuaciones desenfrenadas de un año para otro. La estabilidad del presupuesto del servicio de la deuda a lo largo del tiempo es más importante que la reducción al mínimo del costo en un año determinado. En términos generales, la cartera de referencia procura encontrar un equilibrio entre la posibilidad de que los objetivos de reducir al mínimo el valor neto actualizado de la deuda riñan con los de mantener estable el costo del servicio de la deuda a mediano plazo y al nivel más bajo posible.

Informes

417. El presupuesto fiscal de los costos anuales del servicio de la deuda es susceptible al riesgo cambiario y al riesgo de tasa de interés. Todos los meses se preparan y divultan dos estimaciones que cuantifican la magnitud de estos riesgos:

- La susceptibilidad del presupuesto fiscal ante un movimiento de un punto porcentual en las tasas de interés. (Se tienen en cuenta la estructura de tasas de interés de la deuda pendiente y las necesidades previstas de financiamiento para evaluar las posibles ganancias o pérdidas que se generarían al producirse una variación de un punto porcentual de las tasas de interés).
- La susceptibilidad del presupuesto fiscal ante un movimiento de cinco puntos porcentuales en los tipos de cambio. (En esta estimación se tienen en cuenta la composición por monedas de la deuda y las posibles ganancias o pérdidas en el presupuesto del servicio de la deuda debido a variaciones de los tipos de cambio.)

418. A principios de cada año se establece un conjunto de límites internos mensuales para el riesgo fiscal. Estos límites representan el límite prudente de riesgo para el presupuesto fiscal. Los informes ya señalados sobre la susceptibilidad del presupuesto fiscal se comparan con estos límites para verificar el grado de cumplimiento.

419. Los principales informes utilizados en la tarea permanente de administrar el presupuesto del servicio de la deuda incluyen:

- Una actualización mensual del pronóstico del servicio de la deuda para el año en curso; se presenta en forma desglosada, por tipos de instrumento de deuda, e incluye un perfil mensual del presupuesto del servicio de la deuda para todo el año.
- Un análisis de las varianzas entre los resultados efectivos y los pronósticos del servicio de la deuda.
- Un informe mensual sobre el presupuesto del servicio de la deuda en que se analiza el efecto de posibles variaciones de la tasa de interés y del tipo de cambio. Este informe se prepara utilizando los datos sobre la susceptibilidad del presupuesto fiscal en el año en curso y en años futuros.

La cartera interna de referencia

420. Cuando las operaciones de gestión de la deuda del gobierno se realizaban en el contexto del mercado de la libra irlandesa, antes de adoptarse el euro, era mucho más difícil establecer una referencia para los resultados deseados de la cartera de deuda interna que en el caso de la cartera externa. No obstante, se consideraba ventajoso utilizar una pauta para evaluar los resultados internos a fin de crear incentivos apropiados para los administradores de la cartera de deuda. El sistema de referencias fue concebido para premiar toda mejora estructural en el mercado de bonos internos atribuible a los administradores de la cartera (por ejemplo, mediante la creación de un sistema de compraventa en el mercado primario o la concentración de la liquidez en un número menor de emisiones de referencia). Asimismo, la referencia se utilizaba para evaluar la eficacia con que los administradores de la deuda interna alcanzaban la meta del financiamiento con respecto a los límites de duración ya acordados. Los administradores tenían libertad para modificar el calendario de sus operaciones de financiamiento, en relación con la referencia, de acuerdo con sus expectativas de tasa de interés. Por lo tanto, en todo momento, los administradores estaban obligados a

tener una opinión con respecto a la evolución de las tasas de interés al formular su política de emisión.

421. Al desarrollarse el mercado de bonos públicos dentro de la zona relativamente uniforme del euro, Irlanda pasó a ser una parte muy pequeña de un mercado líquido de gran magnitud y, por lo tanto, la tarea de establecer una referencia para las operaciones de gestión de la deuda interna se simplificó.

Riesgo de liquidez por financiamiento

422. La NTMA prepara y administra un minucioso plan de financiamiento multianual en que se indican los montos y las fechas de las necesidades de financiamiento, teniendo en cuenta el efecto de los superávit o déficit proyectados sobre el presupuesto público. Sobre la base de este plan, la NTMA determina la magnitud y la cronología de emisiones de deuda a largo plazo, y administra su situación de liquidez a corto plazo emitiendo efectos a corto plazo o recurriendo a saldos líquidos a corto plazo.

423. Los principales informes utilizados en la supervisión continua de las necesidades de financiamiento de liquidez del Tesoro son:

- La actualización semanal del plan global de financiamiento de la NTMA, que incluye un análisis de todos los supuestos básicos y de las necesidades inmediatas de liquidez.
- Informes periódicos sobre las principales características de la evolución del saldo presupuestario global del gobierno hasta la fecha, y un análisis de las perspectivas actuales.

424. Al adoptarse el euro, la NTMA aplicó una serie de medidas para mejorar la comerciabilidad de sus bonos y, por lo tanto, reducir el riesgo de financiamiento. En términos generales, las características técnicas de los bonos del Gobierno de Irlanda (por ejemplo, en cuanto a los días efectivos) se han modificado para que se asemejen a los bonos de los grandes emisores del núcleo de la zona del euro. Además, se ha puesto en marcha una serie de programas de canje y recompra de bonos a fin de concentrar la liquidez en un número menor de emisiones de referencia líquidas y de gran volumen. Hoy en día, prácticamente toda la deuda a largo plazo comercial denominada en euros con vencimiento de más de un año se concentra en cinco categorías de bonos. Asimismo, la NTMA fomenta la apertura, previsibilidad y transparencia del mercado de bonos públicos anunciando por anticipado el calendario de subastas, manteniendo un sistema de operadores primarios que respaldan el mercado de bonos, y velando por que los bonos se coticen en uno de los principales foros de compraventa electrónica de deuda soberana de la zona del euro. El alto grado de liquidez en el mercado de bonos públicos que se logra de este modo reduce el riesgo de financiamiento porque los bonos se vuelven más atractivos para una gama más amplia de inversionistas. Puesto que Irlanda representa una proporción muy pequeña del mercado total de deuda pública de la zona del euro (alrededor de un 1%), la NTMA no enfrenta mayores dificultades a la hora de conseguir fondos a corto plazo para cubrir las grandes necesidades de

financiamiento que surgen cuando rescata emisiones que, en términos históricos, son considerables.

Enfoque a mediano plazo de la gestión de la deuda

425. Se emplean varios enfoques para garantizar que las operaciones de gestión de la deuda de la NTMA no se centren en obtener ventajas a corto plazo a expensas de un costo potencial a más largo plazo. En primer lugar, el Ministro de Hacienda emite anualmente un conjunto de directrices sobre aspectos de política como la combinación de ingredientes de la deuda a tasas variables y fijas, el perfil de vencimientos, el riesgo cambiario, la posibilidad de recurrir a emisiones descontadas y la calificación crediticia de las contrapartes. Estas directrices son de carácter relativamente general y tienen por objeto establecer límites prudenciales que la NTMA debe respetar. Segundo, los resultados que la NTMA obtiene en la gestión de la deuda se cuantifican utilizando como referencia una cartera independiente que ha sido aprobada y auditada externamente. En este sistema de evaluación se tienen en cuenta no solo los flujos corrientes de caja sino también el valor neto actualizado (VNA) de todos los pasivos; se calcula, de hecho, tanto el efecto de las operaciones de gestión de la deuda de la NTMA en el año objeto del examen, como el efecto proyectado durante la totalidad del período completo de endeudamiento. Como parte del enfoque del VNA, todos los flujos de caja futuros (tanto intereses como principal) de la cartera de referencia de deuda hipotética y de la cartera efectiva se revalorizan al final de cada año a precios de mercado (utilizando una curva de rendimiento de cupón cero) y se redescuentan a su respectivo valor presente neto. Si el valor neto actualizado de los pasivos de la cartera efectiva es menor que el valor neto actualizado de los pasivos de la cartera hipotética de referencia, se considera que la NTMA ha aportado valor en términos económicos. Estos resultados con respecto a la cartera de referencia se comunican al Ministro de Hacienda y se publican en el informe anual de la NTMA.

Limitaciones a las actividades realizadas para obtener un rendimiento

426. Los administradores de la cartera de deuda tienen libertad para gestionar la deuda dentro de ciertos límites de riesgo con respecto a la cartera de referencia acordada. Estos límites se expresan en términos de la posible variación del valor de mercado de la cartera. Se utilizan análisis del valor en riesgo y de la susceptibilidad a las tasas de interés y los tipos de cambio para cuantificar semanalmente (o con mayor frecuencia, si procede) las desviaciones a corto plazo con respecto a la referencia. Todo saldo que excede del límite acordado con respecto a la cartera de referencia se señala inmediatamente al director general.

427. En la gestión de la deuda basada en una cartera de referencia es necesario adoptar supuestos con respecto a la evolución de las tasas de interés, a menos que se prefiera efectuar un seguimiento pasivo de dicha cartera. No obstante, no se realizan operaciones activas en forma cotidiana con el mero propósito de obtener ganancias. Las operaciones que realiza la NTMA tienen por objeto gestionar la deuda, y como parte de esa labor pueden presentarse oportunidades de arbitraje. Por ejemplo, una posibilidad de arbitraje que aprovechan los administradores de la deuda es la emisión de efectos comerciales, principalmente en dólares

de EE.UU. pero también en otras divisas, y el canje de estas monedas por euros a un costo global de financiamiento menor que el costo de realizar operaciones de endeudamiento directo en los mercados de efectos comerciales denominados en euros.

428. Se imponen límites estrictos al uso de operaciones de arbitraje entre los distintos mercados por parte de los administradores de la deuda. Aunque en general es factible para los administradores de la deuda poder recaudar fondos en los mercados de efectos a corto plazo a tasas de interés más bajas que las que se podrían obtener colocando esos fondos en depósito en el mercado, la política general de la NTMA es que las actividades de endeudamiento deben guardar relación con las necesidades de financiamiento del Tesoro. Sin embargo, es conveniente mantener una presencia continua y previsible en los mercados de deuda pública; además, de vez en cuando surgen superávit de caja en la cuenta del Tesoro debido a asimetrías entre los ingresos y egresos del gobierno. Los superávit que se generen de este modo pueden colocarse en forma de depósitos en los mercados, sujeto a las restricciones en materia del riesgo crediticio de las contrapartes.

429. A continuación se indican los principales informes utilizados para evaluar los resultados en relación con la cartera de referencia:

- Datos diarios sobre saldos y resultados distribuidos electrónicamente a las oficinas de los operadores.
- Un análisis mensual del “valor en riesgo” para garantizar que se respeten los límites sobre el riesgo.
- Informes trimestrales detallados sobre la atribución de los resultados.

Modelos de evaluación y control del riesgo

430. A fin de evaluar y llevar un control del riesgo, la NTMA utiliza modelos creados internamente y modelos de fuentes externas que se utilizan, sobre todo, para efectuar revaloraciones a precios de mercado como parte del proceso de evaluación del riesgo. Estos sistemas se emplean principalmente para cuantificar el riesgo de mercado y crediticio de las contrapartes y poder preparar datos al respecto diariamente.

Pasivos contingentes

431. A la NTMA no le corresponde la función de administrar los pasivos contingentes del gobierno. El seguimiento y la gestión de dichos pasivos, resultantes de garantías públicas constituidas para respaldar crédito a empresas públicas u otras entidades estatales, son tareas del Departamento de Hacienda.

C. Desarrollo de los mercados de títulos públicos

Construcción de la curva de rendimientos

432. La NTMA emite los siguientes instrumentos de deuda:

- *Efectos comerciales* emitidos directamente a los inversionistas o por medio de bancos intermediarios. Dichos efectos pueden denominarse en cualquier moneda pero en general tienen vencimientos de menos de un año.
- *Pagarés del Tesoro* que son letras con vencimientos que varían entre un día y un año. La NTMA los emite diariamente a través de un servicio de “ventanilla abierta” a una amplia gama de inversionistas institucionales que incluyen empresas y bancos. La NTMA está dispuesta a recomprar pagarés del Tesoro antes del vencimiento. Actualmente, el mercado secundario es pequeño. La NTMA está estudiando la posibilidad de mejorar el mercado secundario mediante el uso de un sistema de compraventa electrónico.
- *Pagarés en virtud de la sección 69*. En la sección 69 de la Ley de Hacienda de 1985, el Ministro de Hacienda autoriza la emisión de pagarés que devengan intereses a empresas de propiedad extranjera ubicadas en Irlanda. Los intereses de estos pagarés están exentos de impuesto en Irlanda. Este incentivo se creó para alentar a estas empresas a mantener sus superávit de caja en Irlanda en lugar de repatriar fondos a sus empresas matrices en el extranjero. Los pagarés en virtud de esta disposición pueden emitirse en cualquier moneda (mínimo €100.000) y en cualquier vencimiento.
- *Bonos a tasa fija denominados en euros* con vencimientos de hasta 14 años emitidos en subasta. Se negocian en la Bolsa de Valores de Irlanda y cuentan con el respaldo de mercado de siete creadores de mercado principales (operadores primarios).

Deuda en moneda nacional y extranjera

433. Aunque actualmente se considera apropiado que Irlanda emita deuda en moneda extranjera, debido al advenimiento del euro y al mercado de capital desarrollado y líquido que creó, es importante recordar que en los años ochenta las condiciones para una pequeña economía abierta como Irlanda eran muy diferentes.

434. En esencia el problema surgió como consecuencia de la crisis del petróleo de 1979 y de la recesión mundial que, junto con las altas tasas de interés vigentes en el mercado internacional, produjeron repercusiones sumamente graves que se manifestaron en:

- Bajo crecimiento y aumento del desempleo.
- Elevados déficit fiscales.
- Altas tasas de interés internas.
- Temores de un “efecto expulsión” en el mercado interno de capital.

435. Estos factores, conjugados con el subdesarrollo del mercado interno de bonos irlandeses, suscitaron un auge del endeudamiento externo y un rápido aumento del

endeudamiento global. En 1991, el saldo de la deuda en moneda extranjera representaba un 35% de la deuda nacional y un 15% adicional correspondía a deuda denominada en moneda nacional en manos de no residentes. Por lo tanto, el 50% de la deuda nacional total estaba en manos de no residentes.

436. La NTMA tuvo que hacer frente a un entorno crediticio nacional e internacional muy cambiado cuando se eliminaron progresivamente los controles cambiarios y se flexibilizaron los coeficientes de liquidez primarios y secundarios de los bancos. En los años ochenta, estos controles (que frenaron el desarrollo del mercado de capital interno) habían, en cierta medida, creado un “mercado cautivo” para los bonos y efectos del gobierno irlandés. El entorno que enfrentaba la NTMA para atraer inversionistas era ahora más competitivo. Las entidades con soberanía internacional empezaban a abandonar los préstamos tradicionales de consorcios bancarios y optaron por instrumentos del mercado de capital.

Prioridades de la Dirección Nacional de Gestión de Tesorería en sus primeros años

437. A principios de los años noventa, la NTMA estableció las siguientes prioridades para su programa de endeudamiento:

- Ampliar, desarrollar y diversificar la base de inversionistas comercializando el nombre de Irlanda en el extranjero y destacándolo por medio de giras y campañas para atraer inversionistas de peso (los mercados de JPY Samurai, CHF private placement y USD Yankee fueron muy importantes para Irlanda en los primeros años de la NTMA).
- Aprovechar mercados nuevos.
- Mantener el acceso a inversionistas pequeños e institucionales.
- Prolongar la duración de la deuda y crear un perfil de vencimientos más equilibrado.
- Establecer metas para mejorar la calificación crediticia de Irlanda (mediante campañas para recibir las mejoras de calificación “antes de tiempo” o basadas en la evolución futura).
- Realizar campañas publicitarias para mejorar la imagen internacional del país (subrayando el carácter distintivo del nombre de Irlanda).
- Adoptar un enfoque oportunista con respecto al endeudamiento externo.

438. Gracias a estos esfuerzos Irlanda obtuvo resultados excelentes en cuanto a las cotizaciones de las emisiones nuevas y logró obtener con regularidad precios más favorables y ventajosos que otros prestatarios soberanos con características similares o una calificación más alta.

439. En respuesta a la necesidad de diversificar las fuentes de financiamiento, ya que la “apertura” no se da simultáneamente en todos los mercados, y a fin de ampliar y desarrollar la gama y calidad de los instrumentos a su disposición para la gestión de la deuda, Irlanda puso en marcha programas de emisión de pagarés normalizados a mediano plazo y pagarés a mediano plazo en eurodivisas, así como programas de emisión de efectos comerciales en eurodivisas y en dólares de Estados Unidos. A mediados de 1992, la NTMA ofrecía servicios

financieros en una gama de monedas por un valor total de unos US\$3.000 millones, lo cual otorgó al país acceso inmediato y de bajo costo a fondos de corto y mediano plazo con un máximo grado de flexibilidad.

440. Estos servicios dieron muestras de su valor en el tercer trimestre de 1992 cuando las enormes necesidades de financiamiento suplementario de entidades soberanas, creadas por las perturbaciones del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, incrementaron enormemente el costo de los grandes préstamos de consorcios bancarios y de las emisiones en el mercado de capital a medida que fueron aumentando los diferenciales.

441. Pese a que en los primeros años de la NTMA se asignó mayor importancia a la obtención de ahorros de caja en el servicio de la deuda debido a las presiones sobre el presupuesto público, también era apremiante prestar atención al riesgo de liquidez derivado de las asimetrías en el perfil de vencimientos.

442. En 1991 se adoptaron medidas para nivelar el perfil de vencimientos. En 1995, la NTMA creó un servicio de crédito renovable a siete años por un valor de US\$500 millones en múltiples monedas para respaldar la emisión de efectos comerciales. Además, organizó por cuenta propia el consorcio de prestamistas para reducir los costos y logró la cotización más favorable jamás lograda por una entidad soberana.

443. Asimismo, la NTMA adoptó medidas para garantizar que los instrumentos financieros derivados —como los *swaps* de tasa de interés, acuerdos de apoyo cambiario, contratos de garantía de tasa máxima, contratos de garantía de tasa mínima, contratos de futuros y contratos cambiarios a término— así como las operaciones al contado en moneda extranjera pudieran utilizarse en la gestión de la deuda. La gran ventaja de las recientes innovaciones financieras no es que contribuyen a reducir el costo de los fondos sino que ayudan a proteger la cartera de distintos tipos de riesgo, por ejemplo, acortando o alargando la duración efectiva media del endeudamiento.

444. Los resultados globales de esta estrategia redundaron en:

- Menores costos al reducirse el precio del financiamiento.
- Mayor flexibilidad para captar fondos y cubrir riesgos.
- Mayor certeza fiscal con respecto al servicio de la deuda.
- Menor riesgo de liquidez y de refinanciamiento, y disponibilidad de una gama mayor de instrumentos para cubrir el riesgo de mercado con mayor eficacia y dinamismo.

445. La postura adoptada por la NTMA fue que los mejores administradores de la deuda no son los que reducen al mínimo posible el costo del endeudamiento. El objetivo, además de la minimización de los costos, debe ser reducir al mínimo la exposición al riesgo. Por lo tanto, se justifica pagar un precio más alto por una cartera que amortigua, en lugar de amplificar, el efecto de las perturbaciones negativas. Esta situación incidió positivamente en la calificación crediticia y la actitud de los inversionistas y redujo los diferenciales de la deuda soberana de Irlanda al hacer disminuir la prima de riesgo relativa.

446. En 1998, la NTMA decidió que, en vista de la inminente adopción del euro y de las perspectivas fiscales relativamente positivas, los grandes mercados monetarios y de bonos de la zona del euro podrían satisfacer con creces las futuras necesidades de financiamiento de Irlanda y que, por lo tanto, ya no era necesario seguir asumiendo riesgos en forma de tenencias denominadas en monedas de países ajenos a la UME. Por consiguiente, toda la deuda no denominada en euros, con excepción de un residual de 6% en libras esterlinas, se reconvirtió en euros a fines de 1998 y principios de 1999. Esta sigue siendo la política actual.

447. La NTMA mantuvo la concentración crediticia en libras esterlinas, no en consideración a la relación costo/riesgo a efectos de la gestión de la deuda, sino como medida para ofrecer cobertura macroeconómica a las finanzas públicas en caso de un súbito y significativo deterioro del tipo de cambio de la libra esterlina. Esta decisión se apoyó en un estudio de los vínculos con la economía del Reino Unido que derivan del considerable número de empresas cuyo producto se elabora con mano de obra relativamente poco calificada y cuyos márgenes de utilidad tienden a ser bajos. Estas empresas compiten con las del Reino Unido tanto en el mercado interno irlandés, como en el del Reino Unido y en otros mercados. Todo deterioro significativo de la libra esterlina habría reducido la competitividad, creando redundancias en este sector e incrementando los pagos de respaldo social que sufraga el Tesoro; ello se habría contrarrestado en cierta medida por el menor costo, en libras irlandesas y en euros, de atender el servicio de la deuda denominada en libras. No obstante, actualmente la NTMA está revisando esta política y ha reducido su exposición al riesgo en libras esterlinas a aproximadamente un 4% de la deuda nacional.

Reducción del saldo fragmentado de la deuda y emisión de deuda consolidada

Programa de permutas de valores

448. A lo largo de los años la NTMA había emprendido una serie de iniciativas para mejorar la liquidez del mercado de bonos irlandeses con el objeto de reducir el costo del endeudamiento del gobierno. Tras el lanzamiento del euro, la NTMA consideró necesaria una iniciativa a gran escala para asegurar que los bonos del gobierno se negociaran de manera eficaz en el nuevo mercado pan-europeo denominado en euros. Esta iniciativa, plasmada en el programa de permutas de valores, se sustentó en la premisa de la NTMA de que para poder ser competitivos en el nuevo entorno del euro, las emisiones ordinarias de bonos del Gobierno de Irlanda tendrían que ser relativamente grandes y reunir características técnicas análogas a las de otros mercados de la zona del euro.

449. En mayo de 1999, con sujeción a las restricciones impuestas por el tamaño limitado del mercado global de bonos públicos en Irlanda, la NTMA decidió poner en marcha un programa de permutas de valores que consolidó casi el 80% del mercado en cuatro bonos, estableciéndose un monto en circulación de entre €3.000 millones y 5.000 millones para cada bono, cupones con rendimiento similar a las tasas vigentes en el mercado y características técnicas semejantes a las de los bonos de otros mercados europeos. De no adoptarse este programa se habría corrido el riesgo de que el rendimiento de los bonos negociados no hubiese sido apropiado dada la calificación crediticia del país.

Ejecución del programa

450. Las permutes se iniciaron, por etapas, en mayo de 1999 programándose la mayoría de las transacciones para tres fechas, a saber, los días 11, 17 y 25 de mayo. Al completarse la tercera fase, más del 91% de los bonos antiguos en circulación e incluidos en el programa se habían intercambiado por bonos nuevos.

451. A raíz del programa de permutes, la razón deuda/PIB del gobierno general (en valores nominales) aumentó en unos cinco puntos porcentuales. No obstante, debido al efecto del crecimiento del PIB, que fue muy acelerado, la razón bajó a 49,6% al final de 1999, frente a 55,1% al final de 1998 teniendo en cuenta los efectos el programa de permuta. El programa no afectó el valor económico de la deuda pendiente. Los ahorros de flujo de caja generados por los cupones anuales más bajos de los bonos nuevos contrarrestaron el incremento del saldo de la deuda. Los bonos recomprados en el marco del programa se negociaban a precios superiores a la par, ya que se habían emitido en una época en que las tasas de interés eran muy superiores a los niveles vigentes en 1999. Por otra parte, los bonos emitidos en virtud del programa se cotizaban a niveles muy cercanos a la par. Por lo tanto, el valor nominal de la deuda aumentó como consecuencia del programa.

Programa de sustitución de bonos de 2002

452. En enero de 2002, la NTMA efectuó la primera sustitución de bonos a gran escala desde que se adoptó el programa de permuta de valores en 1999. Dos de los bonos públicos (el bono de 2005 al 3,5% y el de 2010 al 4%) perdieron sus características de referencia respecto a valores similares de la zona del euro.

453. El objetivo de la NTMA fue ofrecer dos bonos de referencia nuevos, de buena continuidad y con suficiente masa crítica (€5.000 millones) como para poder ingresar en el sistema electrónico de compraventa, el Euro MTS, a más tardar a mediados de 2002. La intención era que los dos nuevos bonos volverían a ofrecerse en subasta en 2002. La mejor forma de alcanzar estos objetivos estratégicos era ofreciendo convertir, en condiciones de mercado, los antiguos bonos de 2005 y 2010 en las nuevas emisiones de referencia (de 2007 y 2013).

454. Los operadores primarios de la NTMA efectuaron la sustitución satisfactoriamente. Los bonos de 2010 y 2005 perdieron la designación “de referencia” porque, conforme al reglamento de la NTMA, una vez que 60% o más del monto emitido ha sido recomprado, el bono ya no puede llevar esa designación. Esta estipulación ofrece a los inversionistas un incentivo para participar en la sustitución por intermedio de los operadores primarios, ya que la mayoría de los inversionistas no desean mantener tenencias de calidad que no sea de referencia, con su consiguiente baja liquidez.

Procedimientos de emisión de bonos

Calendario ordinario de subastas

455. Entre febrero y noviembre de 2002, siempre que las condiciones vigentes en el mercado fuesen normales, la NTMA celebró subastas de bonos el tercer jueves de cada mes. Por lo general, el volumen de las subastas, en que se ofrecían los nuevos bonos de referencia de 2007 y 2003 (y el bono de 2016, emitido por primera vez en 1997), variaba entre €500 millones y €700 millones. Estas subastas fomentan la profundidad y la liquidez de las emisiones. Los operadores primarios tienen acceso exclusivo a las mismas. Cinco días hábiles antes de cada subasta, la NTMA anuncia al mercado por medio de Bloomberg y Reuters el bono que será subastado y el monto. La subasta se realiza utilizando el sistema Bloomberg. Ello reduce el tiempo entre el cierre de las ofertas y el anuncio de los resultados a unos tres minutos y, por lo tanto, el riesgo para los oferentes es menor.

Resultados de las subastas

456. Los resultados se publican en Bloomberg (en la página NTMA, opción 2 del menú)) y en Reuters (página NTMB) en forma simultánea dentro de un plazo de unos tres minutos después del cierre de ofertas.

Subastas no competitivas

457. Una vez anunciados los resultados, la NTMA acepta durante un período de hasta 48 horas las ofertas no competitivas de operadores primarios, al precio medio ponderado de la subasta competitiva. El monto ofrecido en la subasta no competitiva no puede superar el equivalente de 20% del monto colocado con los operadores primarios en la subasta competitiva.

D. Organización del mercado de bonos del Gobierno de Irlanda

Sistema de agentes primarios

458. El mercado de bonos del gobierno irlandés se basa en el sistema de operadores primarios que la NTMA apoya firmemente. La NTMA ha reconocido siete operadores primarios que ofrecen precios de compra y de venta continuamente por los montos mínimos de los bonos designados, con sujeción a los topes estipulados para los diferenciales. Asimismo, varios operadores equiparan las ordenes de sus clientes. Sin embargo, casi el 95% del volumen de negocios se realiza con los operadores primarios. Este sistema, adoptado al final de 1995, ha traído consigo un mayor desarrollo y liquidez del mercado, junto con una consiguiente expansión del mercado de repos que ha conferido mayor liquidez al mercado de bonos. Los operadores primarios son integrantes de la Bolsa de Valores de Irlanda y los bonos públicos se cotizan en bolsa.

459. Como resultado de la adopción del mecanismo de corretaje electrónico y la cotización de los nuevos bonos de referencia de 2007 y 2013 en EuroMTS a mediados de 2002, el

sistema cuenta actualmente con seis instituciones nuevas que imponen exclusivamente los precios de los nuevos bonos de 2007 y 2013. Dichas instituciones no son operadores primarios ni tienen acceso a la emisión en las subastas mensuales.

460. La liquidez del mercado de bonos del gobierno irlandés se sustenta en el sistema de operadores primarios. No obstante, para incrementar aún más la liquidez del mercado, la NTMA les ofrece los siguientes servicios financieros:

- Oferta de bonos de referencia del gobierno irlandés en el mercado en forma continua.
- Servicios de sustitución de los bonos de referencia.
- Acuerdos de recompra, activos y pasivos, para los bonos de referencia.

Recompras

461. A fin de incrementar la liquidez del mercado, la NTMA está dispuesta a recomprar montos de bonos del gobierno irlandés denominados en euros, que no sean de referencia ni líquidos, y con montos pendientes relativamente insignificantes. Asimismo, la NTMA está dispuesta a recomprar montos de bonos del gobierno irlandés denominados en moneda extranjera en la medida en que se presenten oportunidades en el mercado. De este modo se mejora el perfil de la deuda, se eliminan ciertos bonos obsoletos o ilíquidos y se facilita la emisión de bonos líquidos de referencia.

Función de corretaje secundario

462. La NTMA ejerce una función de corretaje secundario en las operaciones de compraventa de bonos que realiza con otros participantes en el mercado. Dicha función consiste en proporcionar liquidez y actuar como fuente de información de mercado para la NTMA. En su función de corredor secundario está autorizado a efectuar operaciones en bonos del gobierno irlandés, en calidad de cliente minorista, con creadores de mercado y operadores. El corretaje secundario es una función que se mantiene separada del servicio primario de bonos por medio de “murallas chinas” que aseguran la total independencia entre las dos operaciones.

Transición hacia el corretaje electrónico de bonos irlandeses

463. Al final de junio de 2002, la NTMA empezó a cotizar los nuevos bonos irlandeses de referencia (el 2007 a 4,5% y el 2013 a 5%) en el sistema de corretaje electrónico, Euro MTS. En forma simultánea se estableció una versión nacional del MTS en que se cotiza el actual bono de referencia de 2016; este bono aún no satisface el requisito de magnitud de emisión (€5.000 millones) para poder cotizarse en Euro MTS. La cotización de los bonos en estos sistemas ha redundado muy favorablemente en el volumen de negocios, la transparencia de los precios y en la liquidez, y permite integrar los bonos irlandeses en el mercado de bonos públicos de la zona del euro.

Convenciones del mercado

464. Todos los bonos irlandeses de referencia se basan en el principio del número efectivo de días (efectivo / efectivo). Los bonos se negocian sobre una base del precio “limpio” y los precios se expresan en decimales. Los días operativos laborables para el corretaje son los del sistema TARGET, y aunque las transacciones deben liquidarse por completo sobre una base T+3, puede solicitarse una liquidación diferida. Estas características son la norma en los mercados de bonos de la zona del euro. Los bonos del gobierno irlandés pueden ofrecerse como garantía para realizar operaciones de mercado monetario con el BCE.

Liquidación

465. En diciembre de 2000, la liquidación de los bonos del gobierno irlandés se transfirió del sistema nacional, la Dirección de Liquidación de Valores del Banco Central de Irlanda (CBISSO), al Banco Euroclear en Bruselas. Irlanda fue el primer país europeo en transferir la liquidación de los bonos públicos del banco central a una depositaría internacional de valores. El Banco Central de Irlanda sigue ejerciendo las funciones de registro.

466. El traspaso de esta función a Euroclear permitió:

- Incrementar la liquidez de los bonos del gobierno irlandés en los mercados internacionales de capital, porque se amplió el acceso a un mayor número de inversionistas.
- Simplificar y reducir los costos de la infraestructura de liquidación, ya que la custodia y liquidación de las transacciones nacionales y transfronterizas se centralizan en una misma entidad.
- Optimizar la eficiencia de la liquidación, ya que las operaciones están integradas en un entorno internacional en que la liquidación se produce en tiempo real.
- Ofrecer a los antiguos participantes del CBISSO acceso a una amplia gama de mercados por medio del sistema Euroclear.

Inclusión en los índices

467. Los siguientes índices incluyen un componente correspondiente a los bonos del gobierno irlandés:

- Bloomberg/EFFAS,
- el índice J.P. Morgan de bonos del gobierno irlandés,
- el índice global de bonos de Lehman Brothers,
- el índice global de bonos No. 11 de Merrill Lynch, y
- el índice mundial de bonos públicos de Salomon Smith Barney.

Calificación crediticia

468. Irlanda ha obtenido la calificación crediticia a largo plazo más alta, AAA, de Standard and Poor's, Moody's, Fitch y la agencia de calificación de crédito del Japón, R&I. Asimismo, Irlanda posee las calificaciones crediticias a corto plazo más altas que otorgan Standard and Poor's, Moody's, Fitch and R&I, a saber, A-1+, P-1, F1 y a-1+.

Régimen tributario de los bonos del gobierno irlandés

469. Los bonos del gobierno irlandés no están sujetos a retención de impuestos en la fuente. Las tenencias de no residentes están exentas de impuestos en Irlanda. Sin embargo, las disposiciones de la directiva sobre el ahorro de la UE [Com (1998) 295 final], podrían incidir en la situación de inversionistas particulares no residentes. El objetivo de la directiva de la UE es garantizar un gravamen mínimo en la UE de las rentas del ahorro en forma de intereses. Se aplica a los particulares residentes (no a las sociedades) de todo estado miembro de la UE que reciban intereses por sus inversiones en otro estado miembro. La directiva obligaría a cada estado miembro a proporcionar información sobre estos pagos de interés al país miembro en que reside el propietario beneficiario.

Deuda indexada

470. Hasta la fecha Irlanda no ha emitido deuda vinculada a un índice.

Establecimiento y mantenimiento de contactos con la comunidad financiera

471. Pese a las innovaciones técnicas y del mercado de las dos últimas décadas, los mercados financieros siguen siendo un sector en que predomina la participación humana y, gracias a la forma en que ha mantenido y desarrollado sus contactos, Irlanda ha logrado conseguir a lo largo de los años condiciones de endeudamiento más favorables de lo que cabría esperarse de su calificación crediticia. Esta activa participación en el mercado también ha ayudado a los funcionarios de la NTMA a ampliar y profundizar sus conocimientos y comprensión de las tendencias del mercado, y a mantenerse al tanto de las últimas innovaciones del mercado financiero. Asimismo, el suministro de información exacta y oportuna forma parte de la estrategia de Irlanda para mantenerse visible en los mercados de capital. En este último ámbito, la NTMA interviene activamente mediante:

- Su sitio en Internet (www.ntma.ie), que se actualiza periódicamente con la información más reciente.
- El memorando de información sobre Irlanda que publica y distribuye anualmente en marzo y que puede consultarse en el sitio de Internet.
- El informe anual que se publica en junio.
- Las conferencias de prensa que celebra con regularidad, y los respectivos comunicados de prensa que emite para mantener el mercado al tanto de acontecimientos importantes.
- La página Reuters de la NTMA (ntma/b/c).

- La recepción anual que realiza en diciembre para todo el personal de los bancos con los que realiza sus contactos.
- Las líneas de crédito que ofrece a las instituciones financieras.
- Las giras y campañas publicitarias que realiza periódicamente para fomentar la visibilidad de Irlanda, sobre todo, antes de una emisión importante.
- Sus contactos periódicos con entidades de calificación del riesgo crediticio (Irlanda posee la máxima calificación, AAA, de Moody's, Standard and Poor's y Fitch).
- El sistema activo de mensajería Bloomberg a fin de obtener cotizaciones de instrumentos no susceptibles a variaciones de los precios, como los depósitos y los puntos de los contratos a término en divisas. Ello garantiza una óptima determinación de los precios y ofrece a todos los bancos que tengan una línea de crédito la posibilidad de presentar una cotización.
- La cotización de bonos del gobierno irlandés en el principal foro de corretaje electrónico, Euro MTS.

Normas del CSLP y de la OICV

472. Según la misión del FMI en el marco del proyecto de evaluación del sector financiero, Irlanda se atiene a los principios básicos del CSLP sobre los sistemas de pago de importancia sistémica. El único mecanismo de este tipo es el IRIS, el sistema nacional de liquidación bruta en tiempo real. Este sistema se beneficia de las medidas del BCE destinadas a garantizar que los regímenes nacionales de pago afiliados al “Sistema automático de transferencias urgentes transeuropeas con liquidación bruta en tiempo real” (TARGET) reúnan las condiciones necesarias para que las transacciones transfronterizas puedan realizarse ordenadamente. La NTMA ofrece un sistema de liquidación de valores, en el marco del cual ejerce las funciones de emisor, registrador y liquidador para su programa de letras del Tesoro, de conformidad con los principios básicos de las normas de la OICV. El Banco Central de Irlanda se encarga de registrar los bonos del gobierno irlandés, que se liquidan a través de Euroclear. Tanto el Banco Central de Irlanda como Euroclear realizan sus operaciones de conformidad con los principios básicos enunciados en las normas de la OICV.

El desafío planteado por el euro

473. La UEM y la adopción del euro han ocasionado una mayor diversificación de las carteras en la zona del euro, porque la eliminación del riesgo cambiario y de los costos de transacción, así como la desreglamentación en los mercados internos de los países de la zona, han redundado en una redistribución de activos en las carteras de la zona cada vez mayor. Así es, por ejemplo, que las tenencias de bonos del gobierno irlandés en manos de no residentes se elevaron de un 21% al 60% en junio de 2002, a medida que inversionistas nacionales con considerables tenencias en el mercado de bonos irlandeses diversificaron su cartera y fueron reemplazados por inversionistas nuevos, la mayoría homólogos de la zona del euro.

474. Sin riesgo cambiario, y dados los rendimientos unidireccionales y los diferenciales más bajos derivados de la convergencia (debido a la mayor equiparación de las calificaciones del riesgo soberano de los países miembros de la zona del euro), es posible que los motivos que impulsen a los inversionistas se reduzcan a cuestiones acerca de la liquidez de los precios, transparencia y eficiencia de los mercados.

VI. ITALIA³⁶

475. La política de gestión de la deuda pública aplicada en Italia en los últimos 10 años se ha regido por las normas del Tratado de Maastricht, creando una unidad monetaria y una moneda común (el euro) entre los países europeos que se adhirieron a los principios de estabilidad económica y disciplina fiscal.

476. Desde 1992 el Tesoro de Italia ha realizado una profunda reforma de la estructura de sus pasivos. Los principales objetivos que debían lograrse al finalizar este proceso eran, en resumidas cuentas, los siguientes:

- Invertir la trayectoria ascendente de la deuda bruta consolidada del gobierno general (de acuerdo con el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo de la Unión Monetaria Europea).
- Una reducción global de las presiones creadas sobre los mercados de capital por la oferta excesiva de bonos.
- La reducción del riesgo asumido ante las fluctuaciones de las tasas de interés.
- La creación de un mercado desarrollado y líquido de títulos públicos.

477. La firme decisión de alcanzar estos objetivos se ha reflejado en la legislación aprobada a partir de 1992 y en las reformas orgánicas y estructurales en el área de gestión de la deuda pública.

A. Creación de un marco institucional y de gobernación sólidos

Objetivo y alcance de la labor de gestión de la deuda

Objetivos

478. El objetivo de la gestión de la deuda pública, según los lineamientos estratégicos fijados para 2002 y 2003, es el de "...satisfacer las necesidades de financiamiento del Estado y cumplir con sus obligaciones de reembolso, minimizando el costo de la deuda, y mantener el mismo nivel de riesgo".

Alcance

479. En lo que respecta al marco jurídico relativo al desempeño de las funciones, la Dirección de Deuda Pública (DDP) del Departamento del Tesoro de Italia es la entidad directamente encargada de la emisión y gestión de títulos nacionales de deuda pública.

³⁶Este estudio de casos fue preparado por Domenico Nardelli y Gianluca Colarusso, funcionarios del Departamento de Gestión de la Deuda Pública del Tesoro de Italia.

480. La DDP está también a cargo de la emisión y gestión de todos los demás títulos. Esto incluye la obtención de crédito y otras actividades en los mercados internacionales de capital, tales como la emisión de préstamos suscritos por consorcios bancarios y efectos comerciales y las operaciones en el mercado de *swaps*. Además, la DDP administra el fondo de amortización de la deuda pública y la cuenta de caja (Conto Disponibilità) del Banco de Italia (creados en 1993).

481. La DDP supervisa además el acceso de las entidades públicas, las autoridades locales y las empresas controladas por el Estado al financiamiento del mercado financiero, con o sin garantía oficial.

Coordinación con las políticas monetaria y fiscal

482. La coordinación entre las políticas fiscales y monetarias y las actividades de gestión de la deuda pública tiene un carácter prioritario para las autoridades italianas. Existe una clara separación de funciones y especializaciones entre las diferentes instituciones. La DDP se encarga de emitir y administrar la deuda pública. El Departamento del Tesoro se encarga de la gestión del Tesoro Estatal y de verificar las necesidades de financiamiento del gobierno central (“Fabbisogno del Settore Statale”). El Banco de Italia, como miembro del Banco Central Europeo (BCE), se encarga de la política monetaria y la supervisión del sistema financiero de Italia.

483. Las normas y limitaciones y las diferentes funciones asignadas a los departamentos pertinentes (la DDP, el Departamento del Tesoro, el Banco de Italia y las entidades del gobierno general) hacen necesaria una coordinación estrecha y constante, tanto para evitar la infracción de las normas legales como para garantizar el funcionamiento armonioso de las actividades del sector público (recaudación de ingresos y distribución de pagos).

484. Como en todos los demás países miembros de la Unión Económica y Monetaria Europea, en Italia el problema de la coordinación de la labor de gestión de la deuda con la política monetaria debe considerarse en el marco del Tratado de Maastricht, que prohíbe a las autoridades monetarias financiar el déficit público mediante la compra de títulos públicos en el mercado primario. Esta disposición se reflejó en la legislación nacional aprobada en 1993, que prohíbe al Banco de Italia participar en subastas de bonos públicos. En lo que se refiere a la conducción de la política monetaria, la DDP nunca ha contado con información privilegiada, pues la fijación de las tasas oficiales de interés fue privilegio exclusivo del Banco de Italia hasta 1998 y, posteriormente, del BCE.

485. El marco jurídico actualmente en vigor garantiza la plena separación de objetivos y la rendición de cuentas entre la política monetaria y la gestión de deuda. El Banco de Italia goza de total independencia frente al gobierno y actúa como organismo autónomo, es decir, desempeña sus actividades sin interferencias, y sus atribuciones están establecidas por la ley, sin que exista posibilidad alguna de intervención o influencia por parte del Estado ni el gobierno. Sus activos están divididos en acciones que son de propiedad de instituciones privadas y públicas situadas en determinadas categorías. Sin embargo, la mayoría de las

acciones, de acuerdo con los estatutos del Banco de Italia (que solamente pueden modificarse por ley) deben estar en manos de entidades públicas o empresas de propiedad de entidades públicas. El número de accionistas al 31 de diciembre de 2000 era de 86 (80 con derecho de voto).

486. Además, la ley italiana, de conformidad con el artículo 101 del Tratado que establece la Comunidad Europea —modificado por el Tratado de Maastricht— prohíbe todos los servicios estatales de sobregiro contra el Banco de Italia o el BCE, en cualquier forma y monto. La ley prohíbe la compra directa de instrumentos de deuda pública al Banco de Italia desde 1993. El sistema incluye también la cuenta de caja del Tesoro en el Banco de Italia, lo cual supone la eliminación de los servicios de sobregiro para el Tesoro. Según la ley, esta cuenta debe registrar un saldo acreedor medio de €15.490 millones.

487. Sin embargo, aunque en Italia se ha establecido una clara separación entre las funciones del Tesoro y las del Banco de Italia, ambas instituciones siempre han mantenido una estrecha comunicación en el terreno de la gestión de la deuda pública. En primer lugar, celebran reuniones periódicas en las que se examinan problemas de política de emisión, por ejemplo, los montos y la combinación de instrumentos que se ofrecerán. Segundo, el Banco de Italia generalmente participa en los grupos de trabajo que se establecen ocasionalmente para examinar cambios específicos o aspectos atinentes a la gestión de la deuda, como la creación del mercado de STRIPS, las características de los nuevos servicios financieros, etc. Tercero, se mantiene un constante intercambio de información sobre las actividades de emisión en moneda extranjera, dadas sus repercusiones sobre la gestión de reservas, y el hecho de que el Banco de Italia actúe como agente fiscal de la República.

488. Para lograr el buen funcionamiento de las operaciones de endeudamiento de la DDP hay que hacer un seguimiento constante de las necesidades de financiamiento del Estado (“Fabbisogno del Settore Statale”, en cifras de caja) en coordinación con la Dirección del Departamento del Tesoro. Este seguimiento se hace también mediante estimaciones y pronósticos de las posibles necesidades de financiamiento en el futuro, para lo cual se toma en cuenta tanto la evolución cíclica anual normal como los fenómenos extraordinarios de gastos e ingresos de caja (generalmente, los ingresos derivados de los impuestos directos e indirectos, los gastos por pago de salarios, etc.). Finalmente, al estimar las necesidades de financiamiento, debe tomarse en cuenta la estructura de vencimientos y reembolsos de la deuda pendiente.

489. Se mantiene además un estrecho intercambio de información sobre el saldo de la cuenta de caja del Tesoro en el Banco de Italia, a través de la cual se encauza la mayoría de los pagos del sector público. Si bien esta cuenta se mantiene en el Banco de Italia, el Tesoro es la única entidad autorizada para ordenar pagos y entradas. No obstante, ambas instituciones mantienen un estrecho intercambio de información sobre los saldos de la cuenta en vista de su importancia para la liquidez del sistema y, por ello, para la política monetaria.

Marco institucional

Gobernación

490. La Ley de presupuesto (“Legge Finanziaria”), aprobada anualmente por el Parlamento, establece el límite obligatorio para el endeudamiento neto del Estado y las operaciones de obtención de préstamos en el mercado durante el ejercicio. Este último representa, en términos generales, el monto total de la emisión bruta de deuda pública.

491. El marco jurídico que se aplica a las operaciones de gestión de la deuda pública está especificado, principalmente, en la Ley del Estado, en virtud de la cual se creó recientemente el Ministerio de Economía y Hacienda (MEH), al cual se asignan —entre otras— las atribuciones relativas al “...financiamiento de las necesidades financieras del sector público y de la deuda pública...”.

492. La organización concreta y la división de las funciones asignadas al Departamento del Tesoro dentro del MEH, en particular las relacionadas con la gestión de la deuda pública, se definen en virtud de un reglamento de nivel secundario.

493. La DDP está a cargo de la emisión y gestión de deuda pública interna y externa, de la gestión del fondo de amortización de la deuda pública, y de la supervisión de las actividades de financiamiento de mercado de otras entidades locales y públicas. Esta labor de supervisión presenta ciertas dificultades para la DDP, sobre todo en el caso de las entidades locales. Las obligaciones del Estado en lo que respecta al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo deben cumplirse a nivel del “gobierno general”, es decir, tomando en cuenta las actividades de financiamiento de las entidades locales y de todas las entidades del sector del gobierno general.

494. El singular marco jurídico, junto con la gama de fuentes legislativas, provee una sólida garantía de respaldo de la República de Italia para las transacciones celebradas por los directores de la DDP. El personal de la DDP está compuesto por funcionarios públicos; los directores de las distintas oficinas del organismo están sujetos al principio de rendición de cuentas, lo cual supone una responsabilidad civil, administrativa, contable y penal.

495. La DDP prepara cuatro documentos principales en los que se describen sus actividades previas y sus proyectos estratégicos para el futuro:

- Directrices estratégicas anuales. El documento que contiene las directrices de acción estratégica para un año determinado es preparado internamente por la DDP, tras amplias consultas celebradas entre las distintas oficinas del departamento. El Director General de la DDP coordina la preparación del documento y se encarga de presentarlo al Director General del Tesoro, que debe aprobar el borrador. No se hace una presentación oficial al Parlamento, y el Ministerio de Economía no ejerce un control directo sobre esta labor.
- Informe semestral a la Oficina superior de auditoría.

- Boletín trimestral de la deuda pública.
- Sección de deuda pública del informe trimestral sobre saldo de caja y necesidades de financiamiento del sector público.

Los últimos dos documentos se publican también en el marco del programa de Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) del FMI.

496. Se considera que las actividades de gestión de la deuda pública tienen, esencialmente, un carácter público. En los últimos años se han considerado distintas alternativas para adoptar mecanismos institucionales, como la creación de una oficina o una entidad independiente que funcione en el marco de la legislación civil. Nunca se ha hecho un análisis preciso de los costos y beneficios ni una evaluación del proyecto de manera exhaustiva, aunque se ha asignado al Viceministro de Economía y Hacienda la tarea de estudiar la posibilidad de establecer un organismo independiente para la gestión de la deuda pública. Por el momento, este tema sigue siendo objeto de análisis e investigación teóricos.

Gestión de las operaciones internas

497. La gestión del riesgo operativo se hace mediante la aplicación de prácticas prudentes desarrolladas a lo largo de varios años y, en particular, a partir de 1991, año en que se delineó la actual estructura orgánica de la DDP. Este proceso se concluyó en 1997, cuando todas las actividades relacionadas con la gestión de la deuda pública fueron puestas bajo la autoridad de la DDP.

498. Como se señaló, la división legal de las funciones de gestión de la deuda pública entre el Departamento del Tesoro y el Banco de Italia se encuentra claramente delineada, lo cual permite evitar los conflictos de intereses entre ambas entidades. Existe una tradición de cooperación entre ambas instituciones, y el buen funcionamiento de los procedimientos de subasta y liquidación y de las operaciones relacionadas con la actividad del mercado secundario es resultado del exitoso historial de reforma en materia de gestión de la deuda pública en Italia. En particular, la existencia de un director de procedimientos de subasta (Banco de Italia), de mecanismos autónomos de compraventa en el mercado secundario³⁷, y de una institución de depósito independiente (Monte Tipoli SpA), garantiza una clara separación de las funciones y permite la plena rendición de cuentas.

Personal

499. En el área de la gestión de recursos humanos se ha hecho un gran esfuerzo por mejorar y renovar la dotación de capital humano de la DDP. En particular, esta labor se ha centrado en reducir las deficiencias tradicionales de la administración pública italiana en lo

³⁷MTS, MOT y BondVision, que se describen en la sección “Desarrollo del mercado de títulos públicos”.

que respecta a la tecnología de la información y los idiomas extranjeros. Se han logrado avances considerables, sobre todo porque están vinculados a una labor más amplia de la administración pública del país en su conjunto.

500. La tasa de rotación del personal es baja en comparación con la del sector privado. Los niveles más altos de movilidad se refieren al traspaso de personal entre las distintas unidades del MEH y la DDP. Sin embargo, recientemente se ha observado un mayor tránsito de personal hacia instituciones internacionales o privadas (principalmente instituciones financieras). La legislación italiana no ofrece flexibilidad alguna en materia salarial o de incentivos, excepto en el caso de unos pocos funcionarios administrativos superiores (generalmente, los directores de departamentos o directores generales). Sin embargo, con las recientes reformas legislativas se ha tratado de crear un sistema más flexible y dinámico, especialmente para los administradores (el nivel inmediatamente inferior al de los directores generales), lo cual ha dejado margen para establecer contratos temporales y un sistema “básico” de salarios basados en los resultados obtenidos. No obstante, la DDP, como otros organismos administrativos, puede ofrecer a su personal un nivel de capacitación y calificación comparable con el que ofrece el sector privado.

501. Si bien no existe un código de conducta específico, los funcionarios de la DDP están sujetos a las disposiciones que normalmente rigen la labor de los funcionarios públicos. Las leyes administrativas y penales italianas reúnen todos los requisitos de imparcialidad necesarios y contribuyen a evitar los conflictos de intereses.

Procedimientos de auditoría

502. La labor de gestión de la deuda pública está sujeta al control del Departamento de Contabilidad del MEH y de la Oficina de auditoría superior.

503. El Departamento de Contabilidad ejerce un control oficial continuo, en base exclusiva a documentos, de toda la administración y de un número limitado de actividades determinado por ley. Esto significa que los procedimientos de auditoría se usan para examinar y certificar *a priori* la legalidad y la conformidad con los procedimientos contables de las pruebas documentales.

504. El control oficial específico de la Corte de auditoría superior también se ejerce con sujeción a la ley. Ciertos documentos y decretos (por ejemplo, los acuerdos de compra que exceden un monto específico) deben ser enviados a la Corte superior de asuntos legales y contables para su aprobación previa. El control informal a posteriori de las actividades anuales ejercido por la Oficina de auditoría superior se hace en base a un sistema de muestreo para toda la administración pública; por consiguiente, no abarca las actividades de la DDP de manera sistemática.

505. Además, la DDP presenta un informe semestral sobre las actividades de gestión de la deuda pública a la Oficina de auditoría superior, en los que se describen en detalle la evolución y composición de la deuda pública y las operaciones realizadas durante el

semestre. Este documento no se publica. De hecho, su principal objetivo consiste en ampliar los conocimientos y la comprensión de las actividades de gestión de la deuda pública. El simple análisis de los resultados numéricos —que efectúa periódicamente la Oficina de auditoría superior— se complementa a fin de incluir una evaluación y una explicación de las estrategias y medidas adoptadas, por ejemplo, en relación con la evolución de los mercados internacionales de capital.

Transparencia

506. La transparencia es una de las prioridades estratégicas del Tesoro y la DDP, que están firmemente decididos a lograr este objetivo. El sitio de la DDP en Internet³⁸ se actualiza diariamente y se encuentra plenamente disponible en inglés. Este sitio es reflejo del enorme interés que existe por establecer contacto con un gran número de inversionistas nacionales e internacionales.

507. En este sitio se publica todos los años un documento en que se describen los lineamientos estratégicos para la gestión de la deuda pública, que contienen los objetivos de la DDP en lo que respecta a la gestión del riesgo, la composición de cartera, la liquidez de los títulos en el mercado secundario, los pronósticos sobre posibles emisiones brutas y el número de nuevos bonos y letras del Tesoro que se colocará en el mercado. La divulgación de los análisis de costo/riesgo y objetivos estratégicos también se realiza en una etapa inicial, y se ha incorporado en el último documento estratégico.

508. El sitio de la DDP en Internet contiene además la siguiente información:

- El calendario anual de subastas.
- El programa trimestral de emisiones.
- El boletín trimestral de la DDP.
- Los anuncios de oferta de letras y bonos.
- Los resultados de las subastas más recientes de bonos y letras del Tesoro.
- Secciones especiales:
 - Especialistas en bonos públicos italianos.
 - Estadísticas de la deuda pública.
 - El fondo de amortización de la deuda pública de Italia.
 - Una lista y descripción de los títulos del Tesoro de Italia.
 - Otra información y noticias (por ejemplo, la relacionada con la nueva legislación sobre el régimen fiscal para los bonos y letras).

509. El marco administrativo y orgánico para la gestión de la deuda se formula, primero, a través de la ley italiana y, posteriormente, mediante las reglas del MEH.

³⁸www.tesoro.it/publicdebt

510. Los procedimientos y normas para la distribución primaria de los títulos de deuda pública se dan a conocer a los participantes de la siguiente manera:

- En el marco legislativo.
- Mediante la divulgación periódica (anual) de calificaciones elaboradas por especialistas (en el sitio en Internet).
- Mediante la publicación de los criterios de evaluación utilizados por los especialistas (en el sitio en Internet).

511. El marco para la subasta de títulos de deuda pública italiana se rige por un conjunto de normas legales, en tanto que los procedimientos electrónicos utilizados para las subastas públicas garantizan la conducción precisa y sin equívocos de todas las operaciones (envío de las ofertas, apertura, clasificación y adjudicación de cantidades). Se cuenta además con procedimientos manuales o parcialmente automatizados de recuperación en caso de producirse una falla de los sistemas informáticos. Desde 1988, las transacciones del mercado secundario de deuda pública se han llevado a cabo mediante sistemas electrónicos (MTS).

512. El proceso de reforma del mercado secundario concluyó en 1998 con la aprobación de una ley y dos decretos que regulan el funcionamiento de ese mercado y el uso del sistema electrónico (MTS) en el mercado mayorista de bonos públicos italianos y extranjeros.

513. La información sobre los flujos y saldos de deuda pública se envía al mercado de acuerdo con la disponibilidad de datos finales. La DDP publica un boletín trimestral del mercado de deuda pública, en el que se indica lo siguiente:

- Los resultados de las últimas subastas de títulos italianos de deuda pública.
- El monto pendiente de títulos de referencia.
- El programa trimestral de emisión de nuevos títulos.
- El desglose de la deuda pública pendiente por instrumento.
- Datos retrospectivos sobre la duración media de la deuda pública.
- Los rescates de bonos pendientes.
- Los rescates para los siguientes 12 meses.
- El volumen de las transacciones y el diferencial medio entre la oferta y la demanda observado en el mercado secundario (MTS).

514. Además, el Departamento del Tesoro provee, cuando se necesita, información sobre los cambios del régimen fiscal para los títulos de deuda pública. Esto ha ocurrido en el caso de las recientes innovaciones del régimen tributario (impuesto retenido en la fuente) aplicable a no residentes: se han publicado notas explicativas sobre la reforma y un formulario de solicitud en el sitio de la DDP en Internet.

515. En lo que respecta a las necesidades de financiamiento del sector público, el Departamento del Tesoro publica mensualmente un resumen parcial de datos sobre los

montos globales. No se dan a conocer al público pronósticos oficiales debido a las fluctuaciones de esos datos y a la incertidumbre que los caracteriza.

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

516. Italia cuenta con uno de los mercados de títulos de deuda más importantes entre las economías avanzadas, en términos nominales y como porcentaje del PIB. La relación entre la deuda y el PIB, que en 1990 fue del 97,2%, registró un nivel máximo del 124,3% en 1994, tras lo cual comenzó a disminuir gracias a un importante reordenamiento de las finanzas públicas. Esta enorme carga de la deuda menoscababa la estabilidad financiera del país y limitaba la labor del gobierno en materia de política económica. En la década de 1980 y en la primera mitad de la década de 1990 Italia registraba un progresivo aumento del gasto generado por el servicio de la deuda, hasta el punto en que, en 1993, los pagos de intereses de la deuda pública representaron el 22,6% del gasto total. Para atender el servicio de la deuda, se hizo necesario mantener elevados niveles impositivos, con escasas posibilidades de utilizar la política fiscal como instrumento anticíclico, lo cual se habría traducido en una liberalización de la política fiscal que muy pronto habría empeorado el saldo de las cuentas fiscales. Incluso una conducción independiente de la política monetaria, que estaba orientada a combatir la inflación mediante la aplicación de una postura restrictiva en materia de tasas de interés oficiales, podía ejercer un efecto negativo sobre las finanzas públicas, ya que se incrementaría el costo de la deuda. Sin embargo, dado que el monto de la deuda nacional denominada en moneda extranjera no era excesivamente elevado (en 1993, la deuda denominada en moneda extranjera solo ascendía al 3,5% de la deuda total) este alto nivel de endeudamiento no produjo ningún efecto importante sobre la gestión de reservas. En 1994–1995 el diferencial entre los bonos italianos y alemanes a 10 años todavía oscilaba entre 250 y 600 puntos básicos y se hizo evidente que en el largo plazo era imposible mantener márgenes tan amplios.

517. En este contexto, la DDP (cuyo principal objetivo hasta comienzos de los años ochenta había sido el de recaudar los recursos necesarios para financiar las operaciones del sector público) decidió definir mejor su misión y formuló una estrategia más precisa para orientar su labor. Por consiguiente, si bien existían aún varias limitaciones que dificultaban el cambio de orientación de la política aplicada hasta entonces, que consistía en recurrir al arriesgado mercado de letras del Tesoro, el Departamento del Tesoro comenzó a proponer algunos conceptos básicos que debe seguir la política de gestión de la deuda.

518. Seguidamente, se consideró la posibilidad de fijar como objetivo general de la política de gestión de la deuda minimizar el costo del financiamiento. Sin embargo, con el fin de evitar los riesgos excesivos en determinadas situaciones del mercado, se decidió que ese objetivo debería alcanzarse mediante un cuidadoso control del riesgo de tasas de interés y de refinanciamiento. Esta decisión se basó en el hecho de que el objetivo de minimizar el costo de financiamiento no bastaba, por sí solo, para evitar una posible crisis presupuestaria. Por ejemplo, en un contexto de tasas de interés decrecientes este objetivo podría haber motivado una emisión excesiva de títulos a corto plazo. Si bien es indudable que esta estrategia podría ahorrar dinero en el corto plazo, también podría exponer innecesariamente al gobierno al

riesgo de un aumento de las tasas de interés en el futuro y provocar un fuerte incremento del costo de la deuda.

519. La labor emprendida con el fin de evaluar mejor los principales riesgos para la DDP fue esencial para precisar el objetivo de las actividades de gestión de la deuda. En la década de los noventa, Italia, dados el volumen y la composición de su deuda, afrontaba principalmente dos riesgos:

- *Riesgo de tasas de interés (riesgo de mercado).* Puesto que los plazos de duración de la deuda pública eran sumamente cortos, el costo de la deuda era muy susceptible a las fluctuaciones de las tasas de interés.
- *Riesgo de refinanciamiento.* En 1990 la duración media de la deuda pública era de solo 2,6 años. Debido a esto, las autoridades tenían que refinanciar todos los años enormes cantidades de títulos, inundando el mercado a través de grandes y frecuentes subastas.

Enfoque para abordar el riesgo de tasas de interés (de mercado)

520. Ante la necesidad de contener el riesgo de tasas de interés, la DDP debió adoptar una política dinámica de gestión de la deuda con el objetivo de modificar su composición y aumentar sus plazos.

521. El inicio del ajuste fiscal y la reducción de la tasa de inflación mejoraron las condiciones para la compra de títulos a largo plazo por parte de los inversionistas. El aumento de la demanda hizo posible emitir un mayor volumen de CCT (letras con tasa variable a 7 años) y BTP (bonos a 3, 5, 10 y 30 años). En 1990, los pagarés a corto plazo con tasa variable representaban el 73% de la deuda total; en 1995 este porcentaje se había reducido al 49%, y en 2000 al 30%. Al mismo tiempo, la duración de la cartera de deuda subió de 1,7 años en 1993 a 3,7 años en 2000.

522. En consecuencia, se redujo considerablemente la exposición al riesgo de fluctuaciones de las tasas de interés. En vista de la actual composición de la deuda, el aumento del gasto por concepto de intereses suscitado por una variación de un punto porcentual en la curva de rendimientos sería inferior al aumento de 1996 en casi un tercio.

Enfoque para abordar el riesgo de refinanciamiento

523. La reducción del riesgo de refinanciamiento fue aún más difícil. Dada la forma en que estuvo estructurada la deuda hasta hace poco, sus reducidos plazos medios obligaban a refinanciar continuamente la deuda a su vencimiento. Por ejemplo, en 1995 el monto de la deuda pública que debía reembolsarse era equivalente al 50% de la deuda total pendiente. Además, los vencimientos estaban sumamente concentrados en fechas específicas y, por consiguiente, para cubrir esos reembolsos era necesario obtener grandes volúmenes de crédito en el mercado.

524. La estrategia adoptada para abordar este riesgo se basó en dos pilares. Primero, se fijó el objetivo de aumentar la duración media de la deuda pública. Los plazos medios de la deuda subieron de 2,6 años en 1990 a 5,7 años en 2000. Segundo, se trató de lograr una distribución más equilibrada de los vencimientos durante el año. Si bien la necesidad de financiamiento mantuvo una fuerte estacionalidad, la DDP se esforzó por distribuir los vencimientos de manera más uniforme a lo largo del año.

Marco operacional para abordar el riesgo de mercado y el riesgo de refinanciamiento

525. Los intentos encaminados a reducir estos dos riesgos abarcaron la mayor parte de los años ochenta y noventa. Durante este período se adoptó en Italia una dinámica política de gestión de la deuda y se exploraron todos los medios posibles para ilustrar a los inversionistas a fin de que pudiesen comprar títulos distintos de las letras a corto plazo del Tesoro, que constituyan la base de la cartera de todos los inversionistas italianos. Además, existía la necesidad de diversificar los instrumentos usados para recaudar fondos a fin de no tener que depender excesivamente de un determinado segmento del mercado. La DDP lanzó innovaciones en el mercado primario y secundario. Su labor en el mercado primario se centró principalmente en la diversificación de los instrumentos y en la introducción de nuevos procedimientos de emisión.

526. En lo que respecta a la diversificación de instrumentos, se adoptó una política orientada a aumentar los tipos de títulos en oferta a fin de que el Tesoro pudiese focalizar su labor en una gama más amplia de inversionistas, incrementar los vencimientos medios de la deuda, y crear una estructura de reembolsos más equilibrada. Se incorporaron varios nuevos tipos de títulos, a saber:

- *Certificati di Credito del Tesoro (CCT)*. En 1978, en el marco de la constante lucha por reducir el uso de letras del Tesoro a corto plazo, Italia introdujo los CCT con el objetivo de prolongar los plazos medios de vencimiento de su deuda. Sin embargo, en vista de la falta de interés que existía por invertir en títulos italianos con tasa fija a largo plazo, la DDP decidió indexar los pagos de cupones a la tasa corriente de las letras del Tesoro. Este nuevo instrumento (inicialmente con vencimiento variable, pero que a comienzos de los años noventa se estabilizó en siete años) dio excelentes resultados, especialmente entre los hogares, y en 1990 representaba el 40% de la deuda total. De este modo, la DDP logró reducir significativamente el riesgo de refinanciamiento, aunque siguió estando expuesta a las fluctuaciones de las tasas de interés.
- *Certificati del Tesoro (CTE) denominados en la unidad de cuenta europea (ECU)*. Con el lanzamiento de la emisión de CTE en 1982, Italia se transformó en uno de los primeros emisores que ofreció títulos denominados en la unidad de cuenta europea, la cesta de monedas que posteriormente generaría el euro. Con ello, la DDP logró atraer el interés de nuevos inversionistas por adquirir títulos a más largo plazo, evitando que el temor de una devaluación de la lira desalentara la compra.

- *Buoni del Tesoro (BTE) denominado en ECU.* Este título, similar al CTE pero con vencimientos más cortos, fue introducido en 1987.
- *Certificati del Tesoro con Opzione (CTO).* Estos títulos, introducidos en 1988, eran bonos con tasa fija a seis años con una opción incorporada que el tenedor podía ejercer para solicitar el reembolso anticipado después de tres años.
- En 1993 se lanzó al mercado el *primer BTP a 30 años* con miras a incrementar la duración de la deuda pública.
- *Programa de financiamiento en moneda extranjera.* En 1984, la República de Italia comenzó a emitir bonos denominados en moneda extranjera a fin de atraer a los inversionistas que no querían invertir en una moneda caracterizada por altos índices de inflación. Con el tiempo, Italia se transformó en uno de los principales emisores del mercado de eurobonos y posteriormente complementó esta labor con la incorporación de otras fuentes de financiamiento distintas de los bonos de referencia, por ejemplo, el programa de europagarés a mediano plazo (iniciado en 1999).

527. A través de los años, los procedimientos de emisión han sido objeto de varios cambios destinados a mejorar las técnicas de colocación, especialmente en el caso de los bonos a mediano y largo plazo. Hasta los años ochenta, la colocación de bonos a mediano y largo plazo se hacía a través de un consorcio de los principales bancos nacionales. La DDP anunciaba el monto y el precio de los títulos a la venta con el fin de evitar fluctuaciones excesivas del mercado. En 1985, habida cuenta del creciente número de intermediarios con acceso al mercado italiano, y para normalizar sus procedimientos de colocación, la DDP comenzó a experimentar con subastas de precio uniforme, y en 1988 empezó a usarlas periódicamente. En 1990, todos los títulos del Tesoro, con la excepción de los bonos denominados en moneda extranjera y las letras del Tesoro, se colocaban mediante subastas de precio uniforme, y en 1992 se eliminó el requisito de precio base.

528. En el caso de los BOT (*Buoni Ordinari del Tesoro*) —letras del Tesoro con vencimientos variables— la decisión de eliminar la indicación de un precio base de subasta (adoptada en 1988 para las letras a 3 meses y en 1989 para las letras a 6 y 12 meses) representó una medida muy importante que permitió separar de manera más precisa las funciones del Tesoro de las del Banco de Italia. La asignación de un precio base para las letras del Tesoro era considerada de extrema importancia por los participantes en el mercado, que la usaban como indicador para tratar de determinar la orientación de las tasas de interés oficiales. Esta estrategia se prestaba para confusión de las funciones del Tesoro y las del Banco de Italia y a veces generaba incertidumbre en las expectativas sobre política monetaria.

529. Otra medida importante adoptada en lo que respecta a los procedimientos de emisión fue la introducción, en 1990, de subastas de reapertura para bonos a mediano y largo plazo. Esta decisión respondió a la necesidad de fomentar la liquidez del mercado secundario con transacciones en pantalla (MTS, véase la explicación más adelante), recientemente establecido. Las transacciones en este mercado no adquirieron el impulso previsto debido al gran número de bonos en circulación, ninguno de los cuales tenía la liquidez necesaria para

absorber grandes transacciones. Los bonos de referencia fluctuaban con mucha frecuencia y el mercado siguió estando fragmentado. Por lo tanto, la DDP comenzó a celebrar varias subastas de los mismos bonos, reduciendo el número de bonos emitidos con el mismo vencimiento, inicialmente por un período de dos a tres meses y, posteriormente, por períodos cada vez más largos. Actualmente, un bono a 10 años puede permanecer abierto por más de seis meses y un bono a 30 años, por más de un año. Esto permite que los bonos alcancen un monto circulante óptimo, y se ha comprobado que la introducción de ofertas de reapertura contribuyó a rebajar el costo de la deuda porque los inversionistas estaban más interesados en comprar títulos líquidos. Esta reforma fue fundamental también para el desarrollo de un mercado secundario eficiente.

530. Recientemente, la DDP anunció además un programa completo de intercambio de títulos de próximo vencimiento por títulos en proceso de emisión (oferta de intercambio) que tiene por objetivo uniformar la estructura de vencimientos. Mediante las ofertas de intercambio la DDP retirará los bonos antiguos con vencimientos residuales cortos, intercambiándolos por títulos con vencimientos más largos. Esto tendrá dos beneficios:

- *Refinanciamiento.* Al retirar bonos antiguos con vencimientos residuales cortos, la DDP puede nivelar el perfil de rescates en el corto plazo (en general, los títulos para recompra tienen vencimientos de hasta un año). Generalmente los títulos se reemplazan por bonos nuevos a mediano y largo plazo, lo cual ayuda a distribuir los vencimientos en un horizonte más largo.
- *Liquidez del mercado.* Normalmente, los bonos de próximo vencimiento pierden su liquidez y, por consiguiente, en general no se transan activamente en el mercado secundario, lo cual aumenta la carga de trabajo para los operadores del mercado primario cuando están obligados a cotizarlos. En virtud de las ofertas de intercambio los operadores del mercado primario tienen una oportunidad limitada para canjear bonos ilíquidos por bonos sumamente líquidos, como los usados por la DDP para ejecutar ofertas de intercambio.

531. Las ofertas de intercambio, que se realizaron por primera vez a comienzos de 2002, pueden celebrarse de acuerdo con dos procedimientos:

- *En las subastas*, con el mismo procedimiento usado en las operaciones de recompra con fondos obtenidos de la privatización; preferentemente, estas transacciones se realizan a mediados de mes, al mismo tiempo que las subastas de BTP con vencimiento de 3 y 5 años.
- *En una etapa posterior*, directamente en el mercado secundario regulado mediante transacciones bilaterales.

532. En ambos casos, estas transacciones están reservadas exclusivamente para especialistas en bonos públicos, pues son los operadores más dinámicos del mercado secundario y el Tesoro depende de ellos para mantener altos niveles de liquidez y eficiencia en ese mercado.

Sistemas de gestión de la información

533. En vista de la complejidad de los mercados actuales, el desarrollo de sistemas adecuados de información es fundamental para una buena gestión de la deuda. Durante los últimos 10 años, la DDP ha procurado mejorar sus sistemas de información mediante una labor centrada en tres áreas:

- Sistemas de fijación de precios.
- Sistemas de pronóstico.
- Sistemas de gestión del riesgo.

534. Los sistemas de fijación de precios son fundamentales para la labor de la oficina de formulación de estrategias pues ayudan a la DDP a comprender y evaluar mejor las transacciones en las que interviene. La necesidad de contar con estos sistemas surgió, primero, en el área de la gestión de pasivos, cuando la DDP comenzó a negociar directamente contratos de instrumentos derivados con sus contrapartes; posteriormente, estos sistemas se usaron para la emisión y otras operaciones de gestión de la deuda interna. En lugar de desarrollar sistemas internos, la DDP optó por valerse de la experiencia adquirida en este terreno por los bancos de inversiones, para lo cual solicitó su asesoramiento en la adaptación de instrumentos de fijación de precios a sus operaciones de gestión de la deuda. Estos sistemas se usan para una gran variedad de funciones, desde simples operaciones de cálculo (por ejemplo, de tasas de descuento) hasta la fijación de precios de estructuras complejas y la determinación del valor de mercado de los bonos que se recompran en el mercado secundario.

535. Se están desarrollando sistemas de pronóstico con el fin de que la DDP pueda formular sus propias opiniones con respecto a la evolución de variables fundamentales para la gestión de la deuda, tales como el gasto por concepto de intereses, el saldo de la deuda pendiente en fechas futuras, etc.

536. También se están elaborando modelos para la evaluación del riesgo, un área de creciente importancia para la declaración de datos y la contabilidad. En este terreno, se está realizando una labor destinada a perfeccionar modelos que permitan a la DDP evaluar con precisión sus niveles de riesgo en todo momento. La mayoría de los modelos actuales están basados en adaptaciones de los modelos del Valor en Riesgo, que son los más utilizados por los bancos de inversiones. Sin embargo, dado el carácter especial de las actividades de recaudación de fondos y los métodos de contabilidad para el registro de la deuda, la DDP está tratando de formular también indicadores mejor adaptados a sus necesidades, por ejemplo, modelos para calcular la vulnerabilidad del gasto por concepto de intereses frente a las fluctuaciones de las tasas de interés o los cambios en la composición de la deuda pendiente. El gasto por concepto de intereses, dados sus efectos en las finanzas públicas de Italia, es una variable que debe vigilarse de cerca, y la DDP puede asumir muy pocos riesgos en este terreno. Por esta razón, la DDP efectúa simulaciones periódicas para contrastar las distintas composiciones de la cartera de deuda y determinar de qué manera las diversas

situaciones del mercado podrían afectar el gasto por concepto de intereses. Los resultados de estas simulaciones sirven de base para la planificación estratégica de las operaciones de emisión.

C. Desarrollo de los mercados de títulos públicos

537. Italia ha invertido cuantiosos recursos en el desarrollo de un mercado de títulos eficiente. En vista de las importantes necesidades de financiamiento que administra la DDP, la creación de un mecanismo confiable para la recaudación de fondos se convirtió en una de sus mayores prioridades durante los años ochenta. La labor se centró en el desarrollo tanto del mercado primario como del secundario.

538. Desde entonces, el sistema financiero italiano ha evolucionado de manera continua y rápida, sobre todo en el terreno de los sistemas informáticos para transacciones, liquidación y depósitos. En los años noventa se crearon instituciones independientes a cargo de administrar el mercado secundario de títulos de deuda pública. En 1988 se introdujo un mercado mayorista para la compraventa de títulos públicos, MTS SpA, que funciona en base a un sistema de pantalla. En 1994 se creó el MOT, un mercado de títulos al por menor, como una sucursal de Borsa Italia SpA. La innovación más reciente —“BondVision” (una división de MTA SpA), un mercado mayorista de renta fija con múltiples operadores para los clientes y que funciona a través de Internet— se inició en agosto de 2001.

539. Paralelamente, desde 1991 se han aprobado numerosas leyes destinadas a modernizar los mercados financieros, además de la legislación sobre inversionistas institucionales.

Títulos públicos nacionales

540. La DDP emite actualmente los siguientes títulos en el mercado interno:

- Buoni Ordinari del Tesoro (BOT): letras del Tesoro con vencimientos de 3, 6 y 12 meses.
- Buoni del Tesoro Poliennali (BTP): bonos con vencimientos de 3, 5, 10, 15 y 30 años.
- Certificati del Tesoro Zero-Coupon (CTZ), letras de cupón cero con vencimiento de 24 meses.
- Certificati di Credito del Tesoro (CCT), letras con tasa variable y vencimiento de 7 años.

Mercado primario

541. Para colocar su deuda, la República de Italia usa mecanismos sumamente normalizados y fiables. Tradicionalmente, la deuda interna se ha emitido mediante subasta y la deuda externa a través de consorcios de bancos. En la actualidad, estos siguen siendo los mecanismos más importantes, pero a medida que se desarrollan nuevos productos podrían surgir otros medios. Estos métodos pueden resumirse de la siguiente manera:

- *Letras del Tesoro*: subasta pública sin indicación de precio base; los inversionistas pueden presentar un máximo de tres ofertas, y a cada una se le asigna el precio solicitado; se fija un precio límite para evitar las ofertas especulativas.
- Bonos a mediano y largo plazo: subasta de precio marginal, en que a cada solicitud se asigna un precio marginal, que se determina mediante la aceptación de las ofertas más elevadas hasta que el monto total de las ofertas aceptadas sea igual al monto ofrecido; se fija un precio límite para evitar las ofertas especulativas.
- Bonos denominados en moneda extranjera: constitución de un consorcio bancario.
- Efectos comerciales: cotización directa en varias redes y por teléfono.

542. Además de emitir deuda negociable, la República de Italia garantiza la deuda de la “Cassa Depositi e Prestiti” (CDP), que se coloca a través de las oficinas de correo. La CDP es una institución pública encargada de proveer financiamiento a las autoridades locales o para proyectos específicos de infraestructura pública. Sin embargo, a fin de garantizar que las operaciones de financiamiento de la CDP se realicen en las mismas condiciones que las de la DDP, el MEH, que se encarga de la gestión de deuda, cuenta con facultades para determinar las condiciones financieras en que la CDP puede emitir deuda.

Subastas

543. Se ha ido mejorando continuamente la transparencia y eficacia de los procedimientos de emisión. A fines de 1994, la DDP, con el fin de realzar la transparencia y previsibilidad de la política de emisiones, comenzó a publicar un calendario anticipado con las fechas de las subastas programadas para el año siguiente y un programa trimestral de emisiones que contiene información más detallada sobre los bonos y montos que se emitirán durante el siguiente trimestre. De este modo, todos los participantes en el mercado reciben información detallada, lo cual es esencial para una programación precisa de sus actividades durante el año o trimestre siguientes.

544. Desde 1995 las subastas se celebran mediante procedimientos totalmente automatizados establecidos por el Banco de Italia. Gracias a este mejoramiento continuo, el lapso entre la recepción de las ofertas y el anuncio de los resultados se ha reducido a unos pocos minutos. El número de instituciones autorizadas para participar en las subastas ha ido aumentando con el tiempo; actualmente, un promedio de 40 instituciones, incluidas entidades extranjeras, presentan ofertas en las subastas, lo cual pueden hacer incluso si no residen en territorio italiano.

Subastas suplementarias

545. Las subastas suplementarias se efectúan al final de las subastas ordinarias de bonos a mediano y largo plazo y solo pueden participar en ellas los especialistas (véase la explicación más adelante). Los especialistas a los que se han repartido bonos durante la subasta ordinaria pueden presentar ofertas voluntarias para una asignación adicional. El monto de este reparto es igual al 25% del monto ofrecido durante la subasta ordinaria si se trata de una línea de

bonos recién abierta (es decir, el primer tramo), o al 10% en caso contrario. El precio asignado para la subasta suplementaria es el mismo que para la subasta ordinaria (el promedio ponderado en las subastas de letras del Tesoro o el precio marginal en las subastas de precio uniforme). Este privilegio, que transfiere el riesgo de mercado al Tesoro (aunque solo por unas horas), es sumamente apreciado por las instituciones seleccionadas.

546. Las ofertas para la subasta suplementaria pueden presentarse hasta las 12.00 h del día hábil siguiente al día de la subasta ordinaria, en base a los mismos procedimientos aplicados en la subasta ordinaria. La parte asignada a cada especialista en la subasta suplementaria es igual a la relación entre el monto total que se le asignó en las tres últimas subastas y el monto total repartido entre todos los especialistas en las mismas tres subastas.

547. Por medio de este tipo de subasta la DDP ha podido incrementar los montos emitidos sin necesidad de comprometer un volumen importante por anticipado, cuya colocación podría resultar difícil. En cambio, la posibilidad de aumentar el monto de la emisión dependerá en parte de las condiciones del mercado. Si se reducen los rendimientos del mercado, los especialistas estimarán conveniente participar en las subastas suplementarias, lo cual se traducirá en un aumento del monto emitido. Del mismo modo, si las condiciones del mercado se deterioran tras la subasta ordinaria, no pasará nada.

Especialistas en bonos públicos

548. La creación de especialistas en bonos públicos fue una innovación sumamente importante. Los miembros de esta categoría de operadores de mercado, introducida en 1994, fueron seleccionados entre los operadores del mercado primario que realizan sus operaciones en el mercado en pantalla regulado (MTS) de Italia, con el fin de reforzar la demanda en las subastas de bonos públicos italianos, aumentar la liquidez del mercado secundario y asesorar al Tesoro en cuestiones de política de gestión de la deuda.

549. Se otorga a estos especialistas el derecho exclusivo a participar en las subastas suplementarias y en operaciones de recompra que el Tesoro organiza para reducir el monto de la deuda pública pendiente.

Directrices estratégicas

550. Como se señaló anteriormente, en 2000 se introdujo un documento sobre los lineamientos estratégicos en el que se resumen los principios que deben aplicarse en la formulación de la política de gestión de la deuda durante el siguiente año. Este documento se publica al final del año con el objetivo de divulgar la mayor cantidad posible de información sobre los principios aplicados en la adopción de las decisiones que orientan la labor de gestión de deuda de la DDP. De este modo, se ofrecen a los participantes en el mercado valiosos instrumentos para ayudarlos a formular pronósticos sobre las operaciones de emisión del año siguiente.

Mercado secundario

551. La principal reforma adoptada en el mercado secundario fue el establecimiento, en 1988, del mercado en pantalla de bonos públicos (MTS). El establecimiento del modelo MTS se basó en una idea muy sencilla, a saber, la de proveer, a los creadores de mercado, acceso expedito y a bajo costo al mercado de bonos públicos italianos a fin de facilitar las transacciones en la mayor medida posible. Esto contribuyó enormemente a aumentar la liquidez y estabilidad del mercado, al ofrecer a los inversionistas en todo momento un instrumento eficiente para diversificar sus posiciones, y atrajo a nuevos inversionistas al mercado italiano. Hoy en día, el mercado secundario italiano es uno de los más líquidos del mundo, con un elevado volumen de transacciones y un escaso margen entre la oferta y la demanda. Además, el mercado en pantalla es sumamente fiable en períodos de crisis aguda. Dado su carácter discrecional, generalmente se reduce el volumen de transacciones basadas en sistemas extrabursátiles en períodos de incertidumbre o cuando se producen perturbaciones en los mercados financieros. Por otro lado, los creadores de mercado asumen, como una práctica estándar, compromisos específicos de indicar las cotizaciones de comprador y vendedor en el mercado en pantalla. Este compromiso reviste gran importancia para que el emisor pueda usar esa información, que sigue suministrándose incluso en períodos de dificultad (sin perjuicio de que esta información podría ser escasa al extinguirse la liquidez).

Régimen tributario

552. El régimen fiscal para los títulos públicos fue otra área fundamental para el desarrollo del mercado italiano. A mediados de los años ochenta se decidió eliminar la antigua política de exención fiscal para los bonos públicos italianos y aplicar un impuesto de retención en la fuente del 12,5% para los nuevos bonos. Esta medida se tradujo en una fragmentación del mercado, pues dio lugar a la práctica de cotizar el rendimiento en cifras netas y brutas, según cual sea el régimen fiscal aplicable al tenedor. Además, redujo el interés de los inversionistas extranjeros en los bonos italianos, pues las autoridades decidieron establecer un procedimiento sumamente complejo destinado a evitar la doble imposición. Este procedimiento obligaría a los inversionistas extranjeros a pagar el impuesto de retención en la fuente del mismo modo que si estuvieran sujetos al pago de dicho impuesto, y a solicitar luego un reembolso. En vista del prolongado período que generalmente era necesario para tramitar las solicitudes, este mecanismo dio lugar a numerosas actividades de arbitraje en la gestión de bonos italianos. Por consiguiente, la DDP puso en marcha un proceso que, inicialmente, estaba destinado a simplificar el procedimiento de reembolso del impuesto retenido en la fuente y, finalmente (en 2001) adoptó una importante reforma mediante la cual se otorgó la exención fiscal a prácticamente todos los inversionistas no residentes, a condición de que no residieran en un “paraíso fiscal”. Esta reforma se deriva del supuesto de que, en materia de gestión y, en particular, en cuestiones fiscales vinculadas a la gestión de la deuda, es mejor simplificar.

Relaciones con los inversionistas

553. La reforma del régimen tributario aplicable a no residentes fue el resultado de un diálogo más estrecho y frecuente establecido por la DDP con los inversionistas (en particular, inversionistas extranjeros), que podrían no haber estado al corriente de las oportunidades que ofrecía el mercado italiano. Por ejemplo, en vista de los aspectos técnicos relacionados con la gestión administrativa del impuesto de retención en la fuente, los encargados de la gestión de la deuda podían lograr una adecuada comprensión de los problemas pendientes gracias a que mantenían una relación directa con los inversionistas interesados. La DDP ha usado la experiencia adquirida para ampliar este tipo de actividades. Actualmente, se celebran reuniones periódicas con los creadores de mercado a fin de obtener información más fiable sobre la orientación del mercado; la DDP realiza giras de promoción para dar a conocer nuevos productos e innovaciones de mercado a los inversionistas, y se organizan videoconferencias para facilitar el intercambio de opiniones, preferencias e información entre la DDP y los inversionistas.

Estrategias frente a circunstancias extraordinarias y crisis financieras

554. En el pasado, el sistema de subasta, liquidación y transacción de títulos públicos de Italia ha demostrado ser bastante resistente a las crisis financieras y a las perturbaciones de carácter continental o mundial. Por ejemplo, en 1992, cuando la lira se devaluó y fue retirada del régimen de tipo de cambio fijo del Sistema Monetario Europeo (SME), lo cual creó una presión continua sobre el mercado financiero italiano y la ampliación de los márgenes de tasas de interés con los principales emisores soberanos, el mercado reaccionó con eficiencia y siguió asignando precios a los títulos italianos, a pesar de que surgieron problemas en los procedimientos de subasta.

555. En 1995, tras la crisis de México de 1994, el sistema pasó su prueba de fuego, cuando la estructura de operadores y especialistas del mercado primario, así como los nuevos criterios para la cotización de títulos en el MTS, demostraron su resistencia frente a una crisis internacional de grandes proporciones. En esa ocasión, los beneficios se traspasaron del mercado secundario al mercado primario, donde no se observaron perturbaciones del mecanismo de subastas. El Departamento del Tesoro pudo seguir colocando sus bonos sin que surgieran efectos adversos.

556. Tras los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001, el Departamento del Tesoro y la DDP siguieron desempeñando sus actividades en el mercado primario y concluyeron todos sus programas de subasta. En esa ocasión, una intervención a nivel continental (especialmente del BCE), junto con una infraestructura de mercado fiable, permitieron asegurar el buen funcionamiento del mercado secundario.

D. Lecciones aprendidas

557. Se pueden extraer algunas enseñanzas de la experiencia adquirida. Primero, el desarrollo del mercado podría suponer un costo inicial para el emisor. Por ejemplo, cuando la

DDP decidió incrementar los vencimientos de la deuda pública, inicialmente lo hizo sobre todo mediante la emisión de letras con tasa variable (CCT). En opinión de algunos analistas, el costo de este instrumento era demasiado alto para el Tesoro en vista de las características especiales para la indexación del cupón. Sin embargo, la firme decisión de la DDP en el sentido de desarrollar el mercado de CCT dio por resultado un incremento adecuado de la liquidez y permitió al Tesoro iniciar un proceso de prolongación de los vencimientos de la deuda pública.

558. Segundo, los administradores de la deuda no deben empeñarse en la emisión de títulos demasiado complejos o sofisticados de manera anticipada. Por ejemplo, en 1988, cuando el Departamento del Tesoro empezó a emitir bonos a largo plazo con opción incorporada (CTO), el mercado no estaba preparado aún para determinar correctamente el valor de la opción. Puesto que los inversionistas no estaban habituados a negociar estos títulos, los modelos de fijación de precios no estaban difundidos en la medida en que lo están en la actualidad, la investigación sobre inestabilidad del mercado no estaba en una etapa avanzada ni se encontraba disponible y los inversionistas trataron estos bonos como si hubieran sido bonos reembolsables de una sola vez a su vencimiento, sin tener en cuenta el valor de la opción. Esto significó que el emisor, que incurrió en el riesgo de un reembolso anticipado vinculado a la opción, no pudo monetizar la prima asociada al bono.

559. Tercero, podría existir una solución de compromiso entre los requisitos necesarios para el establecimiento de un mercado eficiente y las utilidades a corto plazo. Para que funcione bien, un mercado eficiente debe organizarse en base a prácticas sencillas y normalizadas, a fin de que la actuación del emisor sea previsible y no perturbe las actividades normales. En Italia estas normas se han aplicado, por ejemplo, mediante la adopción de un calendario anual de subastas de bonos públicos, la divulgación de directrices oficiales que permiten anticipar las reformas en materia de gestión de la deuda para cada año y la publicación de calendarios trimestrales en que se describen con detalle las características de los nuevos bonos que serán vendidos. Esta amplia divulgación de datos podría dar lugar a ciertas situaciones en que el cumplimiento de un compromiso por parte de la DDP entraña un costo elevado. No obstante, la credibilidad es un atributo importantísimo del emisor: en el largo plazo, los compromisos asumidos rinden beneficios, incluso si la perspectiva a corto plazo por sí sola indica que se está incurriendo en ciertos costos.

VII. JAMAICA³⁹

560. Debido a su elevado nivel de sobreendeudamiento, Jamaica afronta grandes obstáculos para el crecimiento y desarrollo en el largo plazo. Como muchos otros países de América Latina y el Caribe, en la década de los años ochenta Jamaica adquirió una pesada carga de deuda externa. En ese período se había dado prioridad a una gestión eficaz de la cartera de deuda externa. Una combinación de factores externos, entre ellos, bajos ingresos de exportación y escaso acceso al financiamiento a largo plazo en condiciones concesionarias, y los bajos niveles de producción e ingreso nacional, obligaron al Estado a recurrir al financiamiento interno. Por consiguiente, en los años noventa los elevados niveles de endeudamiento externo y otros problemas afines, junto con el costo de la rehabilitación del sector financiero tras la crisis ocurrida a mediados de esa década, produjo altos y crecientes niveles de endeudamiento interno, altas tasas de interés y déficit fiscales.

561. Se han adoptado medidas destinadas a asegurar la existencia de parámetros fundamentales sólidos para abordar estos problemas. La reducción de la deuda global ha sido uno de los principales objetivos del programa económico del gobierno. Puesto que los altos niveles de deuda pública y el servicio de la deuda limitan drásticamente la capacidad de invertir en la infraestructura física y social necesaria para promover la inversión y el crecimiento, a partir de la segunda mitad de los años noventa la gestión de la deuda ha sido la tarea más acuciente del gobierno. Se ha dado prioridad a la gestión de la deuda interna, que es la parte más importante y costosa de la deuda pública.

A. El marco de política macroeconómica

562. A principios de los años noventa, Jamaica aceleró su programa de reforma estructural, entre otras cosas, mediante la liberalización del mercado de divisas, la eliminación de los controles de precios, la reducción de las barreras comerciales y la reforma del sistema tributario. La contención de la inflación y el mantenimiento de una relativa estabilidad del mercado de divisas se transformaron en el núcleo del programa de estabilización macroeconómico iniciado en 1991. Se previó alcanzar estos objetivos mediante una combinación de políticas monetarias y fiscales restrictivas.

563. El gobierno logró reducir la inflación a un nivel inferior al 10% y mantener una relativa estabilidad del mercado de divisas. Sin embargo, uno de los costos de la estabilización fue un pronunciado aumento del nivel de endeudamiento interno a partir del ejercicio 1994/95. Además de que el saldo de la deuda interna aumentó por el financiamiento del déficit, en gran parte se produjo para ayudar al banco central, es decir, el Banco de Jamaica (BOJ), a lograr sus objetivos en materia de gestión de liquidez y a cubrir sus pérdidas. Este incremento se debió también a la cobertura de las obligaciones de deuda de las

³⁹Este estudio de caso fue preparado por la Unidad de Gestión de la Deuda del Ministerio de Hacienda y Planificación.

entidades paraestatales. El problema de la deuda fue exacerbado por la crisis del sector financiero, que se desató en 1996, y por los costos de rehabilitación y reestructuración del sector. Al 1 de abril de 2001, todos los pasivos contingentes pendientes generados por la rehabilitación y reestructuración del sector (aproximadamente el 35% del PIB) habían sido asumidos por el Estado.

564. A fines del ejercicio 2001/02, la relación entre la deuda y el PIB era del 130%, en comparación con un nivel del 110% a fines del ejercicio 1994/95. La deuda interna, como porcentaje del PIB, aumentó del 32,6% a fines del ejercicio 1994/95 al 63,9% a fines del ejercicio 2000/01. El 1 de abril de 2001, con la asunción del resto de las obligaciones vinculadas a la rehabilitación y reestructuración del sector financiero por parte del Estado, la deuda interna, como porcentaje del PIB, aumentó al 87,5%. Al finalizar el ejercicio 2001/02, dicha deuda era equivalente al 77,5% del PIB. El servicio de la deuda representó el 66,1% del gasto presupuestario durante el ejercicio 2001/02, en tanto que los costos del servicio de la deuda interna representaron el 54,8% del gasto registrado en el presupuesto.

565. En los últimos 10 años se han hecho importantes avances en cuanto a la reducción del endeudamiento externo y la consiguiente carga que representa el servicio de la deuda. La deuda externa de Jamaica se redujo de un nivel del 109,3% del PIB a fines del ejercicio 1991/92 al 52,4% del PIB a fines del ejercicio 2001/02. El coeficiente de endeudamiento externo de Jamaica (servicio total de la deuda como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios) se redujo del 29,2% en el ejercicio 1990/91 al 12,3% en el ejercicio 2001/02.

566. En 1999, en vista de la continua reducción de la deuda externa y del mejoramiento de los indicadores de deuda externa, el Banco Mundial decidió reclasificar a Jamaica, de “país muy endeudado”, a “país moderadamente endeudado”. Ésta fue la culminación de una serie de avances, entre otros:

- El fin de la reestructuración de los bancos comerciales en 1990.
- La “graduación” de Jamaica en el marco de la reprogramación de la deuda bilateral del Club de París a mediados de los años noventa.
- La reinserción del país a los mercados internacionales de capital en 1997, más adelante impulsada por las calificaciones crediticias del servicio de inversión de Moody (Ba3) y Standard and Poor’s (B), en 1998 y 1999, respectivamente. En mayo de 2001 Standard and Poor’s elevó la clasificación crediticia de Jamaica a B+.

567. No obstante esta evolución positiva, Jamaica sigue arrastrando una pesada carga de deuda como resultado de la aceleración del ritmo de acumulación de la deuda interna. De este modo, si bien la composición de la deuda ha cambiado pronunciadamente en los últimos 10 años, debido al aumento de la proporción de la deuda interna desde un 26% a fines del ejercicio 1990/91 hasta un 60,7% a fines del ejercicio 2001/02, la carga de la deuda total sigue siendo sumamente pesada.

568. Las autoridades, reconociendo la importancia de reducir la deuda a niveles sostenibles, adoptaron las medidas necesarias para reforzar la capacidad de gestión de la deuda del país e iniciaron un programa orientado a la aplicación de estrategias de reducción de la deuda y prácticas de gestión prudente. Además, se adoptaron medidas destinadas a facilitar el desarrollo del mercado nacional de capitales.

Centralización de las funciones de gestión de la deuda

569. El fortalecimiento institucional y el mejoramiento de la capacidad de gestión de la deuda del gobierno eran esenciales para la formulación y aplicación de una estrategia de gestión convincente. Desde abril de 1998 las funciones de gestión de la deuda se han centralizado en la Unidad de Gestión de la Deuda (Debt Management Unit-DMU) del Ministerio de Hacienda y Planificación. Anteriormente, estas funciones estaban a cargo de ese ministerio y del banco central.

570. En la actualidad la DMU está a cargo de todas las funciones centrales de gestión de la deuda: la formulación y análisis de políticas y estrategias de deuda, las actividades de obtención de préstamos, la inscripción de los valores públicos y los pagos vinculados a esos valores, y el registro y seguimiento de la deuda. El banco central se encarga de los pagos de la deuda externa, las emisiones en el mercado primario, y la emisión y rescate de las letras del Tesoro. El Departamento de Contabilidad General, que es una unidad del Ministerio de Hacienda y Planificación, está a cargo de las operaciones de tesorería, incluido el servicio de la deuda.

571. A nivel operativo, la centralización de las funciones básicas de gestión de la deuda en una sola unidad del Ministerio de Hacienda y Planificación ha potenciado considerablemente la aplicación de la estrategia para la deuda. Esto se debe a varios factores, especialmente el aumento de la competencia profesional de gestión, una definición más precisa de los objetivos de gestión de la deuda y una mejor consolidación de los datos sobre la gestión de la deuda.

Objetivos y coordinación de la gestión de la deuda

572. Se han formulado objetivos precisos para la gestión de la deuda. El principal es el siguiente:

Movilizar, a nombre del Gobierno de Jamaica, niveles de financiamiento adecuados, con un costo mínimo, y aplicar al mismo tiempo estrategias que permitan alcanzar y mantener un nivel sostenible de deuda pública en el mediano plazo.

573. En el contexto del financiamiento del déficit y la rehabilitación y reestructuración del sector financiero, la gestión de la deuda ha tenido un efecto trascendental sobre las políticas monetarias y fiscales, que a su vez han ejercido una influencia sobre la labor de gestión; ello ha realzado la necesidad de una vigorosa coordinación de las políticas. En Jamaica, la coordinación de la gestión de la deuda y la política fiscal y monetaria se hace en el contexto

de un marco macroeconómico preciso y coherente concebido para reducir la inflación, lograr la estabilidad económica, y alcanzar un crecimiento y desarrollo sostenibles.

574. El traspaso de esta función conjunta de gestión de la deuda del Banco de Jamaica al Ministerio de Hacienda y Planificación ha permitido coordinar mejor los objetivos de la política fiscal y los de gestión de deuda. También ha posibilitado la formulación de un conjunto mejor delineado de objetivos de gestión de deuda, que pueden identificarse independientemente de los aspectos de política monetaria. Si bien los objetivos son diferentes, existe un cierto grado de coordinación entre las autoridades fiscales y monetarias.

575. En lo que respecta a la política, se celebran reuniones periódicas entre funcionarios superiores de las entidades de planificación —el Ministerio de Hacienda y Planificación, el Banco de Jamaica, el Instituto de Planificación de Jamaica y el Instituto de Estadística de Jamaica— a fin de lograr la coherencia del programa económico y financiero del gobierno. En el terreno técnico, se celebran periódicamente reuniones destinadas a intercambiar información sobre las necesidades de flujo de caja y el programa financiero, y sobre las condiciones monetarias y la evolución de los mercados monetarios y de divisas. También se celebran reuniones semanales en el ministerio entre la DMU, la unidad de gestión de la política fiscal, la unidad de gestión de caja y el Departamento de Contabilidad General, y entre el Ministerio y el Banco de Jamaica.

Marco jurídico

576. Existe un marco jurídico e institucional bien organizado para la labor de gestión de la deuda. En la Constitución se establece que todos los préstamos cargados al Fondo Consolidado, incluidos todos los pagos de la deuda externa e interna, constituyen un cargo reglamentario sobre los ingresos y activos de Jamaica. Esta disposición permite que los pagos se realicen sin necesidad de contar con la aprobación del Parlamento, antes de que haya fondos disponibles para financiar otras políticas y programas. Además, la Constitución y la Ley sobre administración y auditoría financiera asignan responsabilidad global por la gestión de la deuda pública de Jamaica al Ministerio de Hacienda y Planificación.

577. El Ministerio de Hacienda y Planificación determina las necesidades de financiamiento público para cada ejercicio, que se incluyen en el presupuesto que se presenta al Parlamento al comienzo del ejercicio.

578. La autoridad para obtener préstamos está establecida en diversos estatutos. La Ley de empréstitos de 1964, y las posteriores enmiendas, otorgan al gobierno la autoridad de obtener financiamiento en los mercados internos y externos. En dicha ley se establecen límites cuantitativos globales respecto al monto máximo de los empréstitos. Se requiere la aprobación del Parlamento para aumentar estos límites.

579. Para fines de financiamiento interno, la emisión de los distintos instrumentos de deuda está regulada por varias leyes: la Ley sobre letras del Tesoro, la Ley sobre títulos

nacionales registrados, la Ley sobre bonos con garantía de activos, la Ley sobre bonos de tierra y la Ley sobre bonos de ahorro.

580. La facultad de las entidades públicas para la obtención de préstamos está establecida en la Ley sobre administración y auditoría financiera y en la legislación que regula las sociedades, además de la nueva ley sobre gestión y rendición de cuentas de las entidades públicas. Si bien el Directorio de la entidad pública determina la magnitud del empréstito, el plan de financiamiento debe ser aprobado por el ministerio a cargo de la entidad. Sin embargo, todas las entidades del sector público que necesitan costear sus operaciones con financiamiento mediante deuda deben obtener la aprobación del Ministerio de Hacienda y Planificación.

Transparencia

581. En los últimos años se han hecho grandes esfuerzos por aumentar la transparencia y rendición de cuentas en las operaciones de gestión de la deuda.

582. La estrategia de gestión de la deuda pública se presenta al Parlamento al comienzo del ejercicio. Desde el ejercicio 1999/2000, esta estrategia se ha publicado a través de un documento ministerial de amplia distribución pública. El documento se encuentra disponible en el sitio del Ministerio de Hacienda y Planificación en Internet (www.mof.gov.jm).

583. En dicho sitio se publica información completa y detallada sobre la deuda de Jamaica, que se actualiza periódicamente. Además de la información sobre actividades anteriores de gestión de la deuda, incluida la deuda pendiente, los pagos del servicio de la deuda y la estructura y composición de la deuda, en el sitio se anuncian también futuras operaciones de deuda, especialmente en lo relativo a la emisión de deuda en el mercado interno.

584. También se han divulgado ampliamente las condiciones para participar en las emisiones de deuda en el mercado primario, específicamente, en la subasta de valores públicos a mediano plazo. Los anuncios sobre futuras emisiones de deuda interna se publican también en la prensa escrita. Del mismo modo, los resultados de las emisiones de deuda pública son ampliamente divulgados a través de la prensa escrita y electrónica y en el sitio del Ministerio en Internet.

585. También se difunden, periódicamente, datos entre los participantes de los mercados internacionales de capital, las entidades de calificación del riesgo crediticio y las instituciones financieras internacionales y regionales.

B. Desarrollo de la capacidad de evaluar y administrar los costos y riesgos

Estrategia de gestión de la deuda

586. La estrategia de gestión de la deuda de Jamaica tiene como principal objetivo garantizar el mantenimiento de niveles adecuados de endeudamiento global, en las condiciones más favorables posibles. En el mediano plazo se prevé que las estrategias de gestión de deuda se verán reforzadas por una continua reducción de las tasas de interés, tipos de cambio relativamente estables, una reducción del déficit fiscal y el restablecimiento de un superávit fiscal.

587. La estrategia de gestión de la deuda pública de Jamaica se formula en el contexto de un marco macroeconómico de equilibrio fiscal, de estabilidad de precios y de crecimiento. En consecuencia, el objetivo estratégico es lograr un nivel de deuda sostenible en el mediano plazo. Para alcanzar este objetivo ha sido necesario formular y aplicar una estrategia integral de gestión de la deuda.

588. La estrategia de gestión de la deuda del gobierno tiene cinco objetivos generales en el mediano plazo:

- Satisfacer las necesidades anuales de financiamiento del sector público.
- Minimizar el costo de los empréstitos y del servicio de la deuda.
- Establecer una estructura de vencimientos equilibrada.
- Constituir y promover un mercado de títulos públicos líquido y eficiente.
- Garantizar un acceso ininterrumpido, o más amplio, a los mercados internos y externos.

Marco de gestión del riesgo

589. Se está dando creciente importancia a cómo manejar el riesgo que enfrenta el gobierno como resultado de las variaciones imprevistas en las tasas de interés y la moneda, tanto en relación con la cartera de deuda interna como externa. A fines del ejercicio 2001/02, más del 57% de la cartera de deuda interna de Jamaica estaba formada por instrumentos con tasa variable. Esto ha dejado al sector público en una posición de vulnerabilidad frente a los incrementos en las tasas de interés y el consiguiente aumento en los costos relativos al servicio de la deuda. Para reducir el riesgo asociado a los intereses, la actual estrategia de deuda consiste en aumentar la proporción con tasa de interés fija de la cartera de deuda interna. Se han hecho algunos avances en esa dirección en el sentido de que todos los títulos nacionales registrados emitidos mediante subasta tienen tasa de interés fija. Seguirá emitiéndose deuda con tasa de interés fija en el mediano plazo; ello permitirá alcanzar un equilibrio más prudente entre la deuda con tasa fija y la deuda con tasa variable. De conformidad con las prácticas óptimas de aceptación internacional, en el mediano plazo el gobierno procurará mantener un nivel meta del 60% para la cartera de deuda con tasa de interés fija.

590. La gestión de la posición en divisas de la cartera de deuda de Jamaica incluirá la fijación de límites para la proporción en dólares de EE.UU. de la cartera de deuda interna. La emisión de títulos denominados en dólares de EE.UU. y títulos indexados a esa moneda en el mercado interno se ha traducido en un aumento de la proporción de la cartera de deuda interna expuesta al riesgo del dólar de EE.UU. A fines del ejercicio 2001/02, en su conjunto estas categorías representaban el 15,5% de la deuda interna, a diferencia del 8,1% registrado a fines del ejercicio 2000/01. Si bien el gobierno tiene la firme intención de proveer una serie de instrumentos para los mercados internos, es necesario que la posición en dólares de EE.UU. de la cartera siga siendo baja para mantener una estructura de deuda interna adecuada. Por consiguiente, el objetivo estratégico consistirá en reducir la extensión del riesgo en el mediano plazo.

Deuda externa

591. La composición monetaria de la deuda externa de Jamaica está cambiando tras años de haberse mantenido constante. La adopción del euro y el reemplazo de las múltiples monedas europeas por una moneda única han alterado considerablemente la composición de la cartera de deuda externa. El éxito logrado en la diversificación de la cartera mediante la movilización de fondos en los mercados internacionales de capital también ha tenido un efecto sobre la composición monetaria de la deuda. Aunque más del 75% de la cartera de deuda externa está denominada en dólares de EE.UU., una proporción cada vez mayor está denominada en euros. En la actualidad, el euro es el segundo componente monetario más importante de la deuda externa de Jamaica; a fines de marzo de 2002 representaba el 14% de la deuda.

592. En Jamaica, como en muchos otros países en desarrollo, la aparente complejidad de los instrumentos de cobertura de riesgos (*swaps* y opciones), además de los conocimientos especializados necesarios para usarlos con eficacia y de los costos que esto supone, han desalentado un uso más generalizado de estos mecanismos. En vista del mercado cambio en la composición monetaria de la deuda externa del sector público, es conveniente que el gobierno adopte estrategias para regular el riesgo cambiario, pues las posiciones sin cobertura pueden ocasionar fuertes incrementos en los costos relativos al servicio de la deuda. En consecuencia, a fin de reducir al mínimo el riesgo cambiario, se recurirá a mecanismos de cobertura, cuando sea necesario, para minimizar la vulnerabilidad de la cartera frente a las variaciones adversas del euro.

Pasivos contingentes

593. En los últimos años, el registro y evaluación de las repercusiones que tienen los pasivos contingentes del sector público han adquirido una importancia creciente. El gobierno está tratando de limitar el valor nominal de los pasivos contingentes. Asimismo, por si surge una demanda de rescate, está procurando reducir al mínimo la posibilidad de que sean redimidos y el volumen de los desembolsos del sector público. Al evaluar la utilidad de los pasivos contingentes se considera la forma en que se utilizarán estos recursos a fin de

garantizar su uso para fines de desarrollo, de conformidad con la estrategia económica del gobierno.

594. Se están adoptando varias medidas destinadas a minimizar los riesgos asociados a los pasivos contingentes para el sector público. Principalmente, se están reforzando los métodos de seguimiento y análisis de los pasivos contingentes a fin de posibilitar una evaluación exhaustiva de su posible impacto futuro en el servicio de la deuda. Se han promulgado leyes destinadas a mejorar la rendición de cuentas y la transparencia en las entidades del sector público. También se está realizando una labor orientada a garantizar una compilación exhaustiva de datos sobre pasivos contingentes y la elaboración de un marco adecuado de gestión del riesgo. Otra forma de limitar la exposición al riesgo del gobierno consiste en exigir cierto grado de participación en el riesgo con relación a la emisión de garantías públicas.

C. Desarrollo y mantenimiento de un mercado de títulos públicos eficiente

Mercado primario

595. Un objetivo básico de la gestión de la deuda es lograr que los fondos se movilicen con la mayor eficacia posible en función de los costos. Para lograr ese objetivo se adoptó, en el contexto del mercado interno, un mecanismo basado en el mercado para la venta de los títulos nacionales registrados (Local Registered Stocks-LRS)⁴⁰, un instrumento a mediano y largo plazo. En octubre de 1999 se introdujo un sistema de subasta de precios múltiples. Anteriormente, el gobierno fijaba las tasas para estos instrumentos; ello provocaba frecuentes distorsiones de los precios en el mercado interno, por lo cual en algunos casos no se atendían plenamente los requerimientos del sector público mediante las emisiones de mercado, lo cual conducía a la necesidad de realizar colocaciones privadas.

596. Con el uso del sistema de subastas se ha logrado una fijación de precios más competitiva para los títulos a mediano y largo plazo. Este mecanismo se ha traducido en una fuerte reducción de las diferencias entre las tasas de interés de los títulos nacionales a largo plazo y las de los títulos a corto plazo. Desde que se introdujo el sistema de subastas, las emisiones de LRS han estado sumamente sobre suscritas. Con el transcurso del tiempo se ha reducido la gama de precios que las ofertas tienen a su disposición. Gracias a este cambio de orientación de la política, el sector público ha podido satisfacer sus necesidades de financiamiento con tasas competitivas. Cuando las circunstancias hacen necesario movilizar fondos mediante colocaciones privadas, éstas se llevan a cabo a través de un proceso de subastas públicas.

597. Otro factor importante ha sido el aumento de la capacidad del gobierno de ampliar la estructura de vencimientos de la deuda pública desde que se introdujo el sistema de subastas.

⁴⁰Los LRS pueden ser títulos con tasa de interés fija o tasa de interés variable.

En marzo de 2002, el 35,1% de la deuda interna total tenía vencimientos de más de cinco años. Esta situación es favorable en comparación con la existente un año antes, cuando el 23,3% de la deuda interna total tenía vencimientos superiores a cinco años. Al mismo tiempo, el 17,5% de la deuda tenía plazos de vencimiento superiores a 10 años, frente al 6,6% registrado a fines de marzo de 2001.

598. El interés por adquirir títulos a más largo plazo ha producido un cambio positivo en la estructura de vencimientos de la deuda interna. La exitosa subasta del primer LRS a 10 años, en agosto de 2000, marcó un hito importante. De los nuevos instrumentos de deuda emitidos durante el ejercicio 2001/02, alrededor del 86,4% de los LRS que se emitieron a través del sistema de subasta tenían plazos de vencimiento de cinco años o más, en comparación con el 53,5% de las nuevas emisiones realizadas mediante el mismo sistema durante el ejercicio anterior. En el ejercicio 2001/02, el 15,5% de la nueva deuda interna emitida tiene plazos de vencimiento de 10 años o más. Gracias al mejoramiento continuo de las condiciones macroeconómicas y a la confianza de los inversionistas, el gobierno ha podido subastar LRS con plazos de vencimiento de hasta 30 años.

599. El interés que existe en el mercado por adquirir títulos a largo plazo se evidencia también en la exitosa emisión de bonos de infraestructura indexados a la inflación, garantizados por el gobierno y con plazos de 30 años, concebidos para financiar la construcción de la primera carretera de peaje de Jamaica.

600. La conversión de los pasivos contingentes asociados a la rehabilitación y reestructuración del sector financiero en valores públicos negociables ofrece una nueva oportunidad para prolongar los plazos de vencimiento de la deuda interna. Estas obligaciones se convirtieron en títulos con vencimientos de hasta 25 años.

Anuncios

601. La estrategia usada para facilitar el desarrollo de un mercado nacional de valores que funcione de manera armoniosa y eficiente no solo ha consistido en acudir al mercado en forma periódica, sino también en informar a los participantes sobre las emisiones previstas. Se han hecho importantes avances en lo que respecta a suministrar información al mercado y aumentar la previsibilidad de las operaciones de deuda del gobierno. Junto con la publicación de un calendario de ofertas públicas y fechas de emisión al comienzo de cada ejercicio, en la actualidad los anuncios incluyen la publicación de un calendario de emisiones para las subastas de LRS. Esta divulgación de datos y las consultas periódicas con los operadores del mercado primario han aumentado la transparencia y previsibilidad del mercado nacional de capitales.

Diversificación de la cartera

602. La cartera de deuda interna está compuesta por letras del Tesoro a corto plazo, LRS a mediano y largo plazo con tasa de interés fija y variable, bonos con garantía de activos a

mediano plazo, bonos nacionales emitidos en moneda extranjera con tasa de interés fija, bonos indexados, bonos de ahorro y de desarrollo y préstamos comerciales.

603. Si bien una proporción importante de la cartera de deuda interna está compuesta por instrumentos con tasa de interés variable, en vista del uso del mecanismo de subasta para fijar el precio de los principales instrumentos públicos de movilización de fondos, a saber, los LRS, en el mediano plazo una creciente proporción de la deuda estará compuesta por instrumentos con tasa de interés fija. Esto protegerá la cartera de las perturbaciones que puedan afectar las tasas de interés y del riesgo de refinanciamiento.

604. Los principales tenedores de valores públicos son el banco central, los bancos comerciales, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los administradores de fondos de inversión en el mercado monetario. En los últimos años, el programa de emisión de deuda pública se ha orientado a satisfacer las necesidades de los participantes del mercado. Se ha dado prioridad a la incorporación de instrumentos mejor adaptados a las necesidades de los distintos segmentos del mercado. Junto con fomentar el desarrollo global del mercado de capital, esto beneficia al gobierno porque incrementa la masa de recursos de los cuales puede obtenerse financiamiento en mejores condiciones.

605. La introducción de nuevos instrumentos se inició en 1999, con una oferta en pequeña escala de bonos vinculados al dólar de EE.UU. en el mercado interno. Estos instrumentos han atraído el interés de aquellos inversionistas institucionales y minoristas que tienen dudas sobre la futura evolución del tipo de cambio y que desean mantener el valor de sus activos. Se ha previsto reintroducir los bonos de ahorro que, en vista de su estructura y método de distribución, resultan atractivos para una gama más amplia de inversionistas, incluidos los ahorristas particulares. En enero de 2002, Jamaica introdujo en el mercado interno bonos a 30 años indexados a la inflación para financiar la construcción de la primera carretera de peaje del país. Estos bonos fueron adquiridos principalmente por fondos de pensiones.

606. También se ha diversificado la cartera de deuda externa. El renovado acceso al financiamiento de los mercados internacionales de capital en 1997 ha contribuido a ampliar la base de inversionistas en lo que respecta a su distribución geográfica y al tipo de inversionista que participa en las emisiones de bonos internacionales de Jamaica. Además de una emisión de eurobonos por un valor de US\$1.375 millones, hecha especialmente para inversionistas estadounidenses, Jamaica logró acceder a los mercados europeos de capital en febrero de 2000 y febrero de 2001, emitiendo bonos denominados en euros por un valor total de €375 millones. Este mercado ha provisto una excelente alternativa y una fuente relativamente más barata de financiamiento para el Gobierno de Jamaica y creado más flexibilidad y posibilidades para cubrir sus necesidades de financiamiento. Mientras que los bonos denominados en dólares de EE.UU. fueron adquiridos principalmente por instituciones y administradores de fondos, las transacciones en euros atrajeron una amplia participación de inversionistas minoristas. El registro de las futuras ofertas de eurobonos en la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos, en febrero de 2002, también permitirá que Jamaica amplíe su base de inversionistas, pues el registro mejorará el acceso a los inversionistas estadounidenses.

Mercado secundario

607. Los operadores de mercado primario han desempeñado un papel fundamental en el desarrollo del mercado de valores de Jamaica. En 1994, el Banco de Jamaica creó un nuevo mecanismo financiero para los operadores de mercado primario. Se previó que el banco central conduciría sus operaciones de mercado abierto a través de operadores, que debían proveer un respaldo de suscripción continuo para las nuevas emisiones de valores públicos, creando con ello liquidez en el mercado secundario. Supuestamente, los operadores —que actualmente son 14— deben encargarse del 45% de las emisiones primarias, aunque esto no es obligatorio.

608. En Jamaica, la inexistencia de transacciones cambiarias en títulos limita el desarrollo del mercado secundario. La depositaría central de valores de Jamaica (Jamaica Central Securities Depository Limited-JCSD), una filial de la Bolsa de Jamaica, entró en funciones en 1998. Sin embargo, actualmente la JCSD solo transa en acciones. Se ha iniciado un proceso destinado a reducir la emisión de certificados de papel para valores públicos. Esta desmaterialización de los valores —que tiene lugar a través de la depositaría— aumentará la eficiencia de las operaciones del mercado secundario y reducirá el riesgo vinculado a la tenencia, compraventa y liquidación de títulos. Como parte de la estrategia de deuda para el ejercicio 2002/03 se adoptarán medidas orientadas a disminuir la emisión de certificados de papel para los valores públicos. Inicialmente, esto comprenderá una labor de consulta con los participantes del mercado y con las instituciones pertinentes integradas al proceso que mantienen valores en forma electrónica. La inmovilización de los valores públicos permitirá un mayor desarrollo del mercado nacional de capitales al aumentar la eficiencia y reducir el riesgo vinculado a la tenencia, compraventa y liquidación de títulos.

Tributación

609. Si bien se han aplicado tasas impositivas por concepto de intereses del 33,3% para las sociedades y del 25% para los particulares, antes de 1999 solo se retenían impuestos en la fuente en el caso de los depósitos de ahorro. En 1999 el gobierno aumentó el número de instituciones financieras que debían retener los impuestos sobre los intereses, así como la gama de instrumentos cubiertos. La retención en la fuente del impuesto sobre los intereses aumentó del 15% en 1999 al 25% en 2000 para todos los instrumentos financieros. Las sociedades son responsables del 8,3% restante cuando preparan su declaración de impuestos. Junto con el aumento de los ingresos correspondientes, se ha observado una disminución de las distorsiones en el mercado interno. El gobierno, a fin de promover el ahorro a largo plazo de los particulares, eliminó el pago de impuestos para ciertas cuentas de ahorro de largo plazo, que son depósitos cuyo monto principal se mantiene por al menos cinco años. Si los fondos depositados se usan antes del período mínimo de cinco años, se aplica un impuesto del 25%.

Avances tecnológicos

610. La introducción de nuevas y mejores tecnologías también contribuye al desarrollo del mercado nacional de capitales. Uno de estos avances consistió en la introducción de un nuevo sistema electrónico de subasta de valores para los operadores de mercado primario y otras instituciones financieras. Uno de los beneficios inmediatos de este sistema es la mayor eficiencia de las subastas de valores públicos. Del mismo modo, la modernización de los sistemas de gestión, seguimiento y pago de la deuda facilita el registro de información más detallada, ofrece una selección más amplia de instrumentos de análisis de la deuda y acelera el procesamiento de los pagos de la deuda.

D. Resumen

611. Jamaica ha reconocido la necesidad de adoptar prácticas adecuadas en materia de gestión de la deuda. Si bien deberá seguir avanzándose en este terreno, en los últimos años se ha reforzado considerablemente la capacidad de gestión de la deuda pública. La adopción de objetivos de gestión bien delineados se ha traducido en la formulación de una estrategia de deuda de gran alcance. El uso más frecuente de los mecanismos de mercado para vender valores públicos ha conducido a la emisión de valores a más largo plazo, con menores costos por concepto de intereses. Asimismo, hay más información disponible, mayor previsibilidad de las emisiones, y un diálogo más frecuente con los participantes del mercado, lo cual ha aumentado el nivel de confianza del mercado.

612. En el futuro será necesario consolidar estos avances para que la aplicación de políticas de gestión de la deuda bien fundamentadas produzca, gradualmente, un crecimiento y desarrollo económico duradero en Jamaica. Los siguientes son algunos de factores que facilitarán un desarrollo más a fondo del mercado:

- La renovada solidez del sector financiero. Los programas de rehabilitación y reestructuración han dado por resultado una consolidación del sector en un menor número de instituciones con mayor masa crítica.
- Nuevas mejoras en el marco legislativo que regula el sector financiero. En abril de 2001 se creó la Comisión de Servicios Financieros (FSC), una nueva autoridad normativa que está cargo de regular y supervisar la labor de las entidades que realizan operaciones en valores, los fondos de inversión colectiva (por ejemplo, los fondos mutuos y los fondos comunes de inversiones), los asesores de inversiones, las compañías de seguros y los fondos de pensiones.
- Reforma prevista del sistema de pensiones. Esto permitirá incrementar la masa de fondos para inversiones a largo plazo.
- Planes de reiniciar las emisiones de deuda pública para crear valores de referencia en toda la curva de rendimiento. Esto aumentará la liquidez de estos instrumentos, ampliará la estructura de vencimientos de la deuda y reducirá los costos del financiamiento.

VIII. JAPÓN⁴¹

A. Marco de gobernación

Objetivos de la gestión de la deuda

613. En Japón, las políticas de gestión de la deuda tienen dos objetivos principales. en primer lugar, asegurar un financiamiento fluido y estable para la gestión fiscal. en segundo lugar, controlar los costos de mediano y largo plazo, de manera de aliviar la carga tributaria de los contribuyentes.

614. El objetivo de un financiamiento fluido es que la emisión de bonos públicos (BPJ) no tenga un impacto turbulento en el mercado. Esto puede lograrse manteniendo altos niveles de transparencia, previsión y tomando en cuenta las tendencias del mercado financiero. Un financiamiento estable significa emitir bonos de conformidad con el monto planificado de emisión.

615. El mejoramiento del mercado secundario es también un elemento esencial que debe tenerse en cuenta al momento de formular las políticas de gestión de la deuda. El mercado de bonos públicos es el mercado donde se forman las tasas de interés libres de riesgo crediticio. De esta manera, sirve como base de un mercado financiero más amplio. Los bonos públicos de Japón también representan la gran mayoría de los valores en el mercado nacional de bonos y de obligaciones, tanto en el monto de emisión como en el volumen de comercialización. En consecuencia, los esfuerzos para mejorar la liquidez y aumentar la eficiencia en el mercado secundario, en vez de mejorar solo el mercado primario, son esenciales para fomentar el mercado financiero en su conjunto. Finalmente, esto ayudará a incrementar la competitividad internacional del mercado japonés. Otro punto es que un mercado secundario mejorado hará que la emisión de bonos públicos sea más fluida, más estable y de bajo costo.

Coordinación con la política monetaria y fiscal

616. Como se mencionó anteriormente, los objetivos principales de las políticas de gestión de la deuda son asegurar un financiamiento atenuado y estable, al tiempo que se controlan los costos financieros para aliviar la carga fiscal. En consecuencia, las políticas de gestión de la deuda deben facilitar la gestión fiscal.

617. Tanto las políticas de gestión de la deuda como las políticas monetarias pueden afectar la economía por medio de las tasas de interés. Por ello, a menos que se asegure la compatibilidad entre estas dos áreas, no podrán implementarse políticas económicas adecuadas. Por lo tanto, es esencial que el gobierno y el banco central mantengan niveles

⁴¹Estudio preparado por Kunimasa Antoku de la División de Deuda Pública, Oficina de Finanzas del Ministerio de Hacienda.

apropiados de compatibilidad y transparencia en sus propias políticas, al tiempo que se tienen en cuenta las interacciones de las políticas durante el proceso de su formulación.

618. En cuanto a la relación con la política monetaria, es esencial que se le prohíba al banco central suscribir bonos públicos en el mercado primario y adherirse al principio de emisión de bonos en el mercado. Esto es indispensable para mantener las restricciones fiscales así como la independencia del banco central, y está establecido legalmente en la Ley de finanzas de Japón (Artículo 5). Existe una excepción. Con la aprobación del Parlamento (la Asamblea Legislativa), los bonos de reconversión pueden emitirse directamente al Banco de Japón (BJ) cuando vencen los bonos públicos que tiene el BJ. Esta excepción está permitida porque dicha emisión de bonos no conlleva un incremento de la oferta monetaria.

619. Al gobierno no se le debería permitir solicitar al banco central que facilite su política monetaria, alivie la carga fiscal, o compre bonos públicos para ayudar a absorber los BPJ. Solicitudes como éstas irían en detrimento de las políticas de gestión de la deuda ya que debilitarían la confianza de los inversionistas en los bonos públicos y también incentivarían las expectativas inflacionarias. Por lo tanto, este tipo de solicitudes nunca se hace. Además, el desarrollo de la política monetaria es privilegio de la Comisión de Políticas del Banco de Japón, y la decisión final con respecto a la compra de bonos públicos la tiene el BJ.

Marco jurídico para la gestión de la deuda pública

620. El Artículo 85 de la Constitución estipula que cualquier gasto de dinero u obligación que asuma el Estado deberán ser autorizados por la Asamblea Legislativa. En consecuencia, los bonos públicos de Japón se emiten, sin excepción, sobre la base de fundamentos legales.

Las leyes que sirven de base para la emisión varían de acuerdo al uso de los fondos

621. En principio, el monto de emisión de los bonos públicos se determina para cada año fiscal que comienza el 1 de abril y finaliza el 31 de marzo del año siguiente. En la actualidad, cuatro leyes principales proveen el fundamento para la emisión de los bonos públicos:

- *Bonos de construcción conforme a la Ley de Finanzas Pùblicas.* Mientras la Ley de Finanzas Pùblicas estipula que, en principio, el gasto público debe financiarse con los ingresos tributarios (párrafo 1 del Artículo 4), se permite la emisión de bonos públicos o el endeudamiento solamente como medio para financiar obras públicas (Cláusula del párrafo 1 del Artículo 4). El monto máximo de emisión por año fiscal está especificado en las disposiciones generales del presupuesto y debe ser aprobado por la Asamblea Legislativa.
- *Bonos especiales de financiamiento del déficit conforme a las leyes especiales.* Como se mencionó anteriormente, la Ley de finanzas pùblicas solo permite la emisión de bonos públicos para financiar obras públicas. No obstante, cuando existe un déficit presupuestario, se promulga una ley especial para cada año fiscal basada en el Artículo 4 de la Ley de finanzas pùblicas que autoriza al gobierno a emitir bonos especiales de financiamiento del déficit. También, con los bonos especiales de

financiamiento del déficit, se especifica en las disposiciones generales del presupuesto el monto máximo de emisión para cada año fiscal que debe ser aprobado por la Asamblea Legislativa.

- *Bonos de reconversión conforme a la Ley de Cuentas Especiales del Fondo de Consolidación de la Deuda Pública.* El gobierno puede emitir bonos de reconversión (excepto para bonos de cuentas especiales de fondos de préstamos fiscales) hasta el monto requerido para la consolidación o rescate de los bonos públicos durante un año fiscal dado. (Artículo 5 y 5-2 de la Ley de Cuentas Especiales del Fondo de Consolidación de la Deuda Pública). Ya que las emisiones de bonos de reconversión no afectarán la deuda pública pendiente, el monto máximo de emisión no está sujeto a la aprobación de la Asamblea Legislativa. El monto real de emisión se determina de acuerdo a la llamada “norma de rescate de la deuda a 60 años” (que se describe más adelante).
- *Bonos de Cuentas Especiales del Fondo de Préstamo Fiscal conforme a la Ley de Cuentas Especiales del Fondo de Préstamo Fiscal.* Ahora el Estado puede emitir bonos o endeudarse para financiar programas de préstamo fiscal (Artículo 11 de la Ley de Cuentas Especiales del Fondo de Préstamo Fiscal), debido a la reforma del Programa de Préstamos e Inversión Fiscal (PPIF), un sistema que se hizo efectivo en abril del 2001. (Conforme al antiguo sistema, todos los ahorros postales y las reservas de pensión se depositaban en la Oficina del Fondo Fiduciario para financiar el PPIF. Dicho esquema de depósito obligatorio ya no existe. En cambio, conforme al nuevo sistema, cada agencia PPIF debe en principio recaudar fondos del mercado por medio de la emisión de bonos de agencia PPIF. Si las circunstancias así lo requieren, los fondos se recaudarán en parte por la emisión de bonos públicos).

622. Las leyes definen cómo serán utilizados los importes. No obstante, desde la perspectiva del inversionista no existe ninguna diferencia entre los bonos de construcción, bonos especiales de financiamiento del déficit, bonos de reconversión, y los bonos de Cuentas Especiales de Fondos de Préstamo Fiscal.

Manejo de los bonos públicos basado en leyes y ordenanzas

623. El Ministerio de Hacienda tiene la autoridad que le concede la ley relativa a los bonos públicos para determinar la emisión de los bonos públicos, su inscripción y otros temas básicos de procedimiento relacionados con los bonos públicos. Los procedimientos específicos se estipulan en las ordenanzas ministeriales establecidas por la ley relativa a los bonos públicos. La ley también especifica la función del Banco de Japón en el manejo de los bonos públicos.

Fondo de Consolidación de la Deuda Pública

624. La reducción de la deuda en Japón se realiza a través del Fondo de Consolidación de la Deuda Pública (FCDP). Los recursos fiscales para todos los pagos de intereses y rescate de los bonos públicos se canalizan, acumulan y desembolsan a través del PPIF.

625. Los fondos son transferidos de la Cuenta General a la Cuenta Especial para el PPIF. Los ingresos por la emisión de bonos de reconversión también se guardan en el PPIF para ser utilizados en el rescate de bonos a su vencimiento. La gestión independiente del flujo de dinero con respecto a los pagos de interés y de rescate de la deuda pública tiene por objeto contribuir a la confianza del inversionista en la seguridad de los pagos de intereses y del rescate de la deuda pública.

Norma de rescate de la deuda a 60 años

626. La llamada “norma de rescate de la deuda a 60 años” significa que cada emisión de deuda será rescatada en un período de 60 años. Desempeña una función central en el sistema de reducción de la deuda. El concepto se basa en el período promedio de depreciación económica de los bienes comprados por los bonos de construcción y los bonos especiales de financiamiento del déficit a 60 años, de manera que el rescate se complete durante ese período.

627. La norma permite calcular el monto neto a ser rescatado del monto bruto del rescate para los bonos que vencen. En otras palabras, la norma se utiliza para determinar el monto de los recursos fiscales a ser financiados por la emisión de bonos de reconversión (con el propósito de un rescate neto de la deuda). La norma de rescate a 60 años no se aplica a los bonos del fondo de préstamo fiscal de cuentas especiales, ya que el fondo cobrado de la inversión del PPIF será utilizado para el rescate de la deuda pública.

628. A continuación se presenta un ejemplo que muestra cómo se aplica la norma en la realidad. Se emite un nuevo bono de consolidación de ₩60.000 millones a 10 años. Cuando los bonos vencen, ₩10.000 millones —o un sexto del monto original emitido— se ponen en el PPIF para el rescate en efectivo, y se emiten bonos de reconversión por los ₩50.000 millones restantes. Consideremos que estos bonos de reconversión son a cinco años. Cuando vencen en cinco años, se emitirán ₩5.000 millones (5/60 del monto de emisión original) de los bonos de rescate y reconversión por los ₩45.000 millones restantes. Repitiéndolo, el monto total se rescatará a 60 años posteriores a su emisión inicial.

Estructura institucional

629. El monto de emisión de los BPJ se determina durante la elaboración del presupuesto de cada año fiscal. En el Ministerio de Hacienda, los siguientes departamentos están encargados del trabajo relacionado al endeudamiento público:

- *Oficina del Presupuesto.* La Oficina del Presupuesto compila el monto de la nueva emisión de bonos de consolidación que constituye el ingreso de la Cuenta General.
- *Oficina de Finanzas, Inversión Fiscal y División del Programa de Préstamos.* Como división a cargo del PPIF, este sector compila el monto de la emisión de bonos de la cuenta especial de los fondos de préstamo fiscal que constituye el ingreso de la Cuenta Especial de Fondos de Préstamo Fiscal.

- *Oficina de Finanzas, División de la Deuda Pública.* Como su nombre lo sugiere, esta división tiene una función central en las políticas de gestión de la deuda, que van de la compilación de un plan de emisión de bonos públicos y el establecimiento de los plazos para cada emisión, al diseño de nuevos esquemas y programas como por ejemplo los STRIPS (a ser lanzados en el año fiscal 2002). La División de la Deuda Pública también calcula el monto de emisión de los bonos de reconversión basados en la norma de amortización a 60 años.
- *Oficina de Finanzas, División del Tesoro.* Esta división es responsable del manejo del flujo de caja diario de la cuenta general, basado en las circunstancias de emisión de deuda. También emite letras de financiamiento (LF) para cubrir la escasez de fondos a corto plazo.
- *Oficina de Impuestos.* Los sistemas tributarios relacionados con los bonos públicos están bajo la jurisdicción de la Oficina de Impuestos.

630. El BJ maneja todo el procedimiento relacionado con los bonos públicos, desde su emisión hasta su rescate. Como depositaría central de los bonos públicos, el BJ también es proveedor del Sistema Financiero en Red (BOJ-NET): un sistema en línea en el que participa un número de instituciones financieras para liquidar bonos y fondos públicos.

631. Como responsable de la supervisión de los mercados financieros, el Organismo de Servicios Financieros establece las normas y los sistemas de comercialización y de supervisión del mercado secundario.

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

Estrategia de gestión de la deuda

632. Como se mencionara anteriormente, los objetivos de la gestión de la deuda pueden resumirse en tres puntos.

- Primero, asegurar un financiamiento fluido y estable para fines de gestión fiscal.
- Segundo, controlar los costos de financiamiento de mediano y largo plazo, de manera de aliviar la carga tributaria de los contribuyentes.
- Tercero, establecer un mercado de deuda con altos niveles de eficiencia y liquidez.

633. Para lograr estos objetivos, es esencial que la política de gestión de la deuda se base en dos perspectivas diferentes aunque estrechamente relacionadas: trabajar bien con el mercado y promover su desarrollo.

634. Esta sección esboza la estrategia de gestión de la deuda, y se concentra principalmente en la implementación de políticas que funcionen bien en el mercado. En la próxima sección se hará hincapié en el desarrollo del mercado.

Mejor comunicación con el mercado

635. Para garantizar un financiamiento fluido y estable, es esencial tener plenamente en cuenta las tendencias y necesidades del mercado de manera de no causar turbulencias. Por lo tanto, es indispensable implementar políticas que funcionen bien en el mercado y comprender bien las tendencias y necesidades del mercado. Es igualmente esencial trabajar sobre las expectativas del mercado a través de una comunicación recíproca respecto a cualquier cambio importante en materia de políticas.

636. La División de la Deuda Pública del Ministerio de Hacienda, que se encarga de la emisión y mantenimiento de los bonos públicos, tiene varios funcionarios que controlan y mantienen un contacto diario con los participantes del mercado de bonos. A través de este canal se obtiene información vital que luego se reporta a los más altos niveles del gobierno. Al momento de la emisión se entrevista a un número de participantes del mercado antes de la subasta, a fin de que los plazos de emisión puedan ajustarse para satisfacer las necesidades del mercado.

637. Aunque dicho control del mercado diario por parte de los funcionarios responsables es instrumental para la gestión de la deuda con base en el mercado, éstos se dieron cuenta de que un grupo asesor, con un amplio grupo de participantes, sería de utilidad para un intercambio multilateral de opiniones. Por ello, en septiembre de 2000, el Ministerio de Hacienda estableció el Encuentro sobre el Mercado de Bonos Públicos de Japón, un foro con participantes clave del mercado, académicos y expertos. Aunque este Encuentro no tiene la autoridad de formular políticas, sí promueve una participación activa de sus miembros, ya que refleja el contenido del debate sobre políticas de gestión de la deuda. Además, a través de las deliberaciones de este grupo, la autoridad encargada de la gestión de la deuda puede indicar cuál es su posición respecto a las políticas, tanto explícita como implícitamente. De ahí que los temas en discusión en estas reuniones sean diversos; van desde el programa de corto plazo, como por ejemplo la estructura de vencimientos, a temas de largo plazo tales como el mejoramiento institucional del mercado de bonos públicos.

638. Por lo general, las reuniones de este grupo tienen lugar mensualmente. Los participantes del mercado que concurren a estos encuentros son elegidos una vez cada seis meses, basados en su actuación en la formulación de ofertas. Sin embargo, es importante que no se privilegie a los que participan en las reuniones con la autoridad de gestión de la deuda. En el caso de los Encuentros sobre el Mercado de Bonos Públicos de Japón, el presidente celebra una conferencia de prensa inmediatamente después de cada reunión para anunciar el contenido de la discusión. Además, se publican las actas detalladas antes de que el mercado abra al día siguiente a fin de igualar la información entre los miembros y no miembros.

Emisión a valor nominal

639. Los inversionistas japoneses prefieren que las emisiones sean a valor nominal o quasi nominal. Por consiguiente, cuando se determinan los plazos de emisión, el cupón y el vencimiento deben basarse en la situación real del mercado de manera que el precio de emisión sea cercano al valor nominal. En consecuencia, la emisión pendiente puede reabrirse solo cuando la tasa del mercado antes de la subasta esté cerca del valor nominal del bono pendiente. Por lo tanto, hasta que no se anuncien los plazos de emisión el día de la formulación de ofertas no se sabe si se aplicará o no la norma de reapertura. Una de las consecuencias es que resulta bastante difícil prever el monto final pendiente para cada emisión. Ése es un problema que podría resolverse, por ejemplo, introduciendo una norma de apertura regular como la que se utiliza en otros países. Un cambio podría conducir a que el precio de emisión fuera sustancialmente superior o inferior al nominal. Por ello es esencial observar si la tendencia hacia lo nominal de los inversionistas japoneses cambiará cuando la contabilidad en base al valor corriente sea más frecuente.

Emisión de bonos por subasta

640. Para asegurar que la emisión de bonos funcione bien en el mercado, conviene que el mercado primario y el mercado secundario estén unidos. Por consiguiente, un enfoque eficaz para la emisión de bonos públicos basados en el mercado sería realizar subastas que incluyan a diferentes participantes en el mercado.

641. En Japón, los bonos a 10 años —el contenido principal desde el comienzo de la historia de los BPJ— se emiten excepcionalmente a través de suscripciones de consorcios. Sin embargo, en la actualidad, el 60% de la emisión se distribuye entre los miembros del consorcio por medio de una subasta de precios competitivos, de manera de reflejar los mecanismos del mercado tanto como sea posible. El 40% restante se asigna a los miembros del consorcio a un precio y acción fijos. En cuanto a los montos que pudieran ofrecerse en una subasta de precios competitivos, si el monto de las ofertas es inferior al previsto, los miembros del consorcio se comprometen con el saldo pendiente en función de su participación fija, a un precio equivalente al precio promedio del contrato de una subasta de precios competitivos⁴².

642. Todos los demás bonos se emiten por subasta. Como resultado de ello, 90% de los bonos públicos emitidos en el mercado financiero durante el año fiscal 2001 se ofrecieron en subastas.

⁴²Para implementar subastas de oferta pública, es esencial que el mercado secundario sea relativamente maduro y mensurable. De ahí que cuando el mercado está en una etapa de desarrollo relativamente incipiente, la introducción de un mecanismo que asegure un financiamiento estable, como por ejemplo el sistema de suscripción de consorcios en Japón, puede ser una opción de política válida.

643. Otro punto a considerar es qué método de subasta se elegirá: si una subasta de precio o de rentabilidad o si se emitirán bonos a un precio uniforme o a un precio para cada subasta. Japón ha adoptado el método de subasta de precios para todos los bonos públicos, con excepción de los bonos a 30 años y los bonos de tasa variable a 15 años⁴³, y los emite a precio de contrato.

644. En los bonos a 30 años, la rentabilidad actual del mercado —como base para determinar el interés nominal— no está disponible de inmediato ya que el mercado secundario para bonos a 30 años no está todavía funcionando plenamente. Por lo tanto, estos bonos se ofrecen utilizando las subastas basada en el rendimiento, y el interés nominal se determina con posterioridad a los resultados de la subasta, un método que asegura que los bonos se emitan a un valor nominal o quasi nominal. Todos los oferentes ganadores pueden comprar los bonos con una rentabilidad máxima de contrato (es decir, el método de precio único). Este método es considerado eficaz para la emisión de bonos con vencimiento a largo plazo.

Gestión del riesgo

645. Los mayores riesgos que la autoridad emisora de la deuda puede enfrentar son los de una fluctuación de la tasa de interés y los riesgos del refinanciamiento. Por ejemplo, si al momento de determinar la estructura de vencimientos, las emisiones se concentran en un vencimiento específico, puede aumentar el riesgo de que se eleve la rentabilidad. O si se concentra el rescate de la deuda en un momento específico, podrían incrementarse los riesgos de refinanciamiento en el futuro. Por lo tanto, la prioridad es mantener un equilibrio adecuado entre las diferentes zonas de vencimiento en la cartera de instrumentos de deuda. Esto se logra mediante la evaluación de la flexibilidad del mercado para cada zona, por ejemplo, a corto plazo, mediano plazo, largo plazo, y muy largo plazo.

646. En los últimos años, los BPJ con vencimiento diferente a los bonos de 10 años se han convertido en los nuevos bonos de referencia, con una liquidez creciente, lo que ha facilitado la gestión del riesgo. Sin embargo, como resultado de ello, el equilibrio apropiado entre las diferentes zonas de vencimiento también ha variado. De ahí que, en la actualidad, no exista ninguna norma fija ni para los coeficientes de vencimiento ni para los vencimientos promedio.

647. También es esencial perfeccionar la estructura de rescate de deuda en la cartera de instrumentos de deuda tanto como sea posible. En el año fiscal 2002 se espera implementar el programa de recompra con el objeto de adecuar la estructura de vencimientos de la cartera de instrumentos de deuda.

⁴³En el caso de los bonos a 15 años de tasa variable, las subastas se hacen sobre el margen de la tasa de referencia (es decir, sobre la rentabilidad de los bonos a 10 años en la subasta más reciente).

648. Cuando la distribución de la emisión de deuda entre las zonas de vencimiento está sujeta a cambios, pueden aumentar los riesgos de fluctuación de la tasa de interés. Del mismo modo, un cambio en los sistemas relacionados con la deuda, es decir los sistemas que rigen las actividades del mercado de la deuda como, por ejemplo, los sistemas legales o de pago, puede incrementar los riesgos de fluctuación de la tasa de interés si esto no es lo que espera el mercado. Por lo tanto, cuando se realiza un cambio en las políticas, conviene crear un entorno propicio enviando señales al mercado, por medio de varios canales, que indiquen que el cambio es un factor que ya se tomó en cuenta en las expectativas del mercado. Por ejemplo, cuando se compila un plan de emisión de bonos públicos para cada año fiscal, el mercado está especialmente interesado en conocer el monto de emisión para cada zona de vencimiento. Es ahí donde el Encuentro del Mercado de Bonos Públicos de Japón puede probar su mérito. La oportunidad de sostener un diálogo con los participantes del mercado, para comprender mejor las necesidades del mercado, junto a una pronta divulgación de la información del contenido del diálogo, contribuye a incrementar la previsibilidad de la estructura de vencimientos que todavía no se ha anunciado.

C. Desarrollo del mercado de títulos públicos

Diversificación de los vencimientos de los bonos públicos e interés que suscita el producto

649. Para establecer un mercado eficiente de bonos públicos, es esencial lograr una atenuada curva de rentabilidad mediante la creación de un bono de referencia para cada zona de vencimiento, de manera de aumentar la liquidez en toda la curva de rentabilidad. En el pasado, la estructura de vencimientos hacía hincapié en los bonos a 10 años, haciendo que éste fuera virtualmente el único bono de referencia en Japón. En los últimos años, sin embargo, la introducción de nuevos tipos de bonos públicos con vencimientos de más de 10 años ha diversificado las zonas de vencimiento⁴⁴. Asimismo, en la compilación del plan de emisión para cada año fiscal aumentaron las emisiones de bonos a 2 años, 5 años⁴⁵, 10 años y 20 años para convertirlos en referentes, al mismo tiempo que se presta atención al equilibrio entre los mismos. Cuando se determinan los plazos de emisión sobre la base de la situación del mercado, la pregunta de si la norma de reapertura debe aplicarse o no depende de las circunstancias al momento de la emisión, como se describe anteriormente. Pero, cuando se

⁴⁴En los últimos años han comenzado las subastas de oferta pública para los siguientes bonos públicos: letras del Tesoro a un año (abril del 1999); bonos con cupón a 30 años (septiembre del 1999); bonos con cupón a 5 años (febrero de 2000); bonos a 15 años con tasa variable (junio de 2000), y bonos de descuento a 3 años (noviembre de 2000).

⁴⁵Aunque se emitían bonos con vencimiento de 4 y de 6 años, se descontinuaron en el año fiscal 2001/2002, y los bonos a 5 años se convirtieron en los referentes para la zona de mediano plazo. Esto fue en respuesta a la liquidez creciente de los bonos con cupón a 5 años, introducidos en febrero de 2000.

aplica la norma de reapertura, el objetivo que se espera es un aumento de la liquidez de esa emisión especial.

650. Por otra parte, una diversificación excesiva de las zonas de vencimiento es incompatible con el esfuerzo de desarrollar referentes. En la actualidad, sería inadecuado agregar otros referentes a través de la creación de bonos con nuevo vencimiento además de los bonos a 2 años, 5 años, 10 años y 20 años.

651. También es necesario considerar la diversificación desde el punto de vista de una implementación de instrumentos apropiados, orientados a las necesidades y de interés para los inversionistas, a fin de ofrecerles una variedad de oportunidades de inversión enfocadas solo en los vencimientos. Por ejemplo, en la actualidad, los bonos a 15 años de tasa variable con un cupón semestral vinculado a la tasa de interés de los bonos a 10 años se ofrecen en subastas públicas. Esto fue en respuesta a las crecientes necesidades de los inversionistas de productos que los protejan de los riesgos de fluctuación de la tasa de interés.

652. Además, se espera introducir en breve los STRIPS (bonos del Tesoro de Estados Unidos en los que la compraventa del interés inscrito y del capital es por separado). Esto no solo aumentará el número de opciones disponibles para los inversionistas sino que ayudará a lograr una curva de rendimiento de cupón cero más precisa, de manera que incremente la eficiencia del mercado de la deuda.

Información relacionada con la emisión de bonos

Plan de emisión para cada año fiscal

653. Para que la emisión de deuda sea transparente y previsible, el Ministerio de Hacienda formula y anuncia el plan de emisión de bonos públicos para el año fiscal siguiente, al mismo tiempo que se anuncia el presupuesto. El plan de emisión tiene dos partes; i) la clasificación según el propósito del financiamiento, y ii) la clasificación según los métodos de emisión y vencimiento.

654. Esta última clasificación se divide en dos: monto total a distribuirse en el sector privado y el monto para el sector público. El monto total a distribuirse en el sector privado se asigna más adelante por vencimiento, mientras que el monto total a distribuirse en el sector público se clasifica por ente público.

655. Ya que es regla del Ministerio de Hacienda nivelar cada monto de emisión para un vencimiento dado, los participantes del mercado deberán poder prever el monto aproximado por emisión en función del monto total de emisión por vencimiento.

Calendario de subastas

656. En marzo de 1999, en un esfuerzo para que la emisión de deuda fuera más transparente y previsible, el Ministerio de Hacienda comenzó a publicar un calendario de subastas y montos a ser ofrecidos como etapa previa a las subastas. Previamente, el calendario de las subastas de los tres siguientes meses se anunciable trimestralmente, pero la deficiencia de este método era que los inversionistas tenían que esperar hasta el último minuto para ser informados sobre la primera subasta del trimestre siguiente. Por lo tanto, en octubre de 2001, el método para anunciar las subastas se cambió a uno de anuncio mensual del calendario programado para los tres meses siguientes. Esto ha incrementado la previsibilidad de la emisión de deuda.

Plazos de las emisiones

657. El monto total ofrecido para cada emisión se publica aproximadamente una semana antes de cada subasta. Pero el interés nominal y la fecha de rescate se anuncian en la fecha de cada subasta ya que estas dos se determinan con referencia a la situación del mercado hasta el último minuto antes de que comience la subasta.

658. La publicación de la información anterior se hace para los participantes del mercado en tiempos predeterminados, tanto por Internet como por medio de agencias noticiosas.

Resultados de las subastas

659. A fin de minimizar los riesgos para los participantes del mercado, conviene anunciar los resultados de la subasta tan pronto como sea posible. Desde mayo de 2001, los resultados de las subastas se han obtenido en un plazo máximo de 1½ horas. Antes, los resultados solían tomar hasta 2½ horas en aparecer, pero en abril de 2000, el tiempo se redujo a 2 horas.

Impuestos relacionados con los bonos públicos

660. Se grava un impuesto de retención en la fuente de 20% sobre los intereses devengados por los bonos con cupones. En cambio, los que están en manos de ciertas instituciones financieras (p. ej., bancos y compañías financieras) están exentos de dicho impuesto.

661. En septiembre de 1999, se empezó a aplicar una exención del impuesto de retención en la fuente sobre los intereses de los bonos públicos propiedad de inversionistas no residentes. En abril de 2001, el beneficio del impuesto se expandió aún más. Conforme al esquema de expansión, la exención del impuesto de retención en la fuente se otorga también sobre el interés de los bonos públicos depositados por los inversionistas no residentes en el sistema de registro contable del BJ a través de instituciones financieras extranjeras (entre otras, las denominadas custodios mundiales).

662. Con respecto a los bonos de descuento, las ganancias por el rescate de la deuda están sujetas automáticamente a un 18% del impuesto de retención en la fuente al momento de la compra. No obstante, las ganancias de las letras del Tesoro y las letras de financiamiento están exentas del impuesto de retención en la fuente (ya que ahora se retienen por medio del sistema de pago por transferencia).

Diversificación de los participantes del mercado

663. Es esencial diversificar los participantes del mercado tanto como sea posible de manera de desarrollar un mercado de deuda con altos niveles de liquidez para incrementar la profundidad del mercado.

664. Una de las características del mercado de deuda de Japón es que el sector público (incluyendo el sector público financiero, por ejemplo, los ahorros postales) y el sector privado de la banca y de los seguros tienen una gran proporción de los BPJ pendientes, mientras que el nivel de participación en los BPJ de inversionistas individuales o no residentes es bajo en comparación con otros países⁴⁶. Quizás uno de los factores subyacentes sea la estructura de orientación financiera indirecta de Japón. Aun hoy, un monto importante de los capitales financieros nacionales (por un total de ¥1.400 trillones) se invierte indirectamente en bonos públicos a través de depósitos bancarios y ahorros postales. Una de las razones que ha intensificado esta tendencia es la demanda decreciente de fondos por parte del sector privado a causa del estancamiento de la economía en los últimos años.

665. De por sí, la estructura de los tenedores de deuda en cualquier país está tan profundamente arraigada en el sistema financiero mismo, que es imposible decidir qué forma debe asumir. Sin embargo, si un número limitado de inversionistas institucionales tiene la mayoría de los BPJ pendientes, es más posible que el mercado de la deuda se vea afectado drásticamente si se presenta una perturbación. Por lo tanto, es mucho mejor diversificar los tenedores de deuda tanto como sea posible para aumentar la estabilidad del mercado de la deuda.

666. Asimismo, se espera que la introducción del sistema de reembolso en abril de 2002 (con un sistema de garantía de depósitos que garantizará los depósitos a plazo de hasta ¥10 millones, comparado con un monto ilimitado en el pasado) mejore el conocimiento, por parte del público, de los riesgos crediticios. Como resultado, es probable que los flujos de capital macroeconómicos se vuelvan más conscientes del riesgo. Si esto sucede, habrá una mayor necesidad de bonos públicos ya que son activos financieros libres de riesgo crediticio.

667. En materia de diversificación de los participantes del mercado, las prioridades de la política actual son fomentar una mayor participación de inversionistas individuales, inversionistas no residentes y compañías no financieras.

⁴⁶El 31 de marzo de 2000, los inversionistas individuales tenían el 2,5% de los BPJ pendientes, y los inversionistas no residentes el 5,2%.

668. Con respecto a los inversionistas individuales, se están realizando varias actividades de relaciones públicas para informar sobre los beneficios de invertir en bonos públicos. Hacia finales de 2001, por ejemplo, se diseñó una campaña de relaciones públicas en los medios para llegar a los inversionistas individuales a través de la televisión, la radio, diarios, revistas y carteles. Además, se establecieron planes para introducir en el año fiscal 2002 bonos públicos no negociables, diseñados específicamente para inversionistas individuales.

669. Para los inversionistas no residentes, los planes son fomentar su entendimiento del sistema tributario de Japón y otros marcos reguladores afines, aunque las medidas de exención tributaria ya han facilitado su entrada al mercado de BPJ. Para el público extranjero, Internet es un medio especialmente efectivo para el envío de información.

Sistema mejorado de pagos

670. El Banco de Japón sirve como depositaría central de valores para los bonos públicos y provee servicios de pago para los BPJ. La plataforma para el pago de los títulos anotados en cuenta es el sistema BOJ-NET. Los procedimientos de subasta para la emisión de estos valores también se procesan en línea por medio del sistema BOJ-NET⁴⁷.

671. Los valores de registro contable se liquidan en línea en el Sistema de Transferencia de Valores Públicos de Japón (VPJ) de BOJ-NET. Otra parte del sistema BOJ-NET es el Sistema de Transferencia de Fondos, un sistema en línea para la transferencia electrónica de fondos a través de cuentas corrientes en el Banco de Japón. Estos dos servicios separados se unificaron en abril de 1999 para dar cabida al método de entrega contra pago. Para mantener la seguridad del sistema de pago, este método de pago es esencial para evitar los riesgos que surgen de los plazos diferentes de pago de los fondos y los títulos.

672. Además, en enero de 2001, hubo un cambio en el método de pago de los bonos públicos y las cuentas corrientes del Banco de Japón: de liquidación neta en tiempo designado al sistema de liquidación bruta en tiempo real (LBTR). Este sistema incluye un modo de liquidación que limita el efecto directo de la incapacidad de pago de una institución financiera a las contrapartes en una transacción (p. ej., si una institución no puede transferir los fondos o los bonos públicos por alguna razón). En otras palabras, el objetivo del cambio hacia el sistema LBTR tenía por objeto reducir los riesgos sistémicos asociados a la liquidación neta en tiempo designado⁴⁸.

⁴⁷ El Banco de Japón fue el primero en introducir el sistema de formulación de ofertas en línea para los bonos públicos. El sistema redujo notablemente el tiempo que se necesita para procesar la formulación de ofertas, permitiendo de este modo la publicación de los resultados de la subasta el mismo día.

⁴⁸ El riesgo incluye las interrupciones sistémicas que enfrentan las instituciones financieras y, en última instancia, todo el sistema financiero, si se produce una cadena de fallas o retrasos en la liquidación.

673. La introducción del sistema LBTR también ha resuelto otro problema de la liquidación neta en tiempo designado. Con el antiguo sistema de liquidación, cada pago estaba interrelacionado con otros pagos liquidados al mismo tiempo, a través del proceso de neteo, mientras que con el sistema de LBTR, cada pago se liquida individualmente.

674. Asimismo, bajo el método de liquidación en tiempo real, la liquidación de la mayoría de las transacciones del Banco de Japón se realiza en las primeras horas del día. Estas horas más tempranas de liquidación han contribuido a la reducción del riesgo sistémico porque disminuyen significativamente los montos pendientes de transacciones no liquidadas el día de la liquidación. Sin embargo, el sistema LBTR no está totalmente exento de retrasos en la liquidación y de un aumento en las transacciones entrelazadas como resultado de un aumento en el trabajo de liquidación o en la cadena de transacciones. (Estas transacciones entrelazadas se producen cuando, por ejemplo, tres contrapartes venden un título en descubierto entre sí, lo que da pie a un lazo, ya que ninguno tiene el título a ser transferido). De ahí que sea preciso permitir un cierto número de “faltas”⁴⁹.

675. Anteriormente, la práctica de rutina en el mercado de bonos de Japón era la liquidación neta en tiempo designado. Por lo tanto, para evitar el riesgo sistémico inherente a este método de liquidación, generalmente no se permitían las transacciones “fallidas”. En consecuencia, en esa época no había gran demanda de la llamada norma de la “falta buena” (práctica comercial unificada para tratar las faltas). Sin embargo, la introducción del sistema de LBTR cambió las circunstancias, e impulsó a la Asociación de Operadores de Valores de Japón a estudiar e introducir una norma de “falta buena”, similar a las establecidas en mercados clave extranjeros. (Para una explicación más detallada véase el apéndice.)

Desarrollo de mercados conexos

676. La creciente conveniencia de los mercados de futuros y del mercado de recompra debería facilitar las transacciones protegidas o arbitradas entre los tres mercados, con la inclusión del mercado al contado (es decir, el mercado de capitales subyacente), lo que agregaría liquidez al mercado de bonos públicos en su conjunto.

677. El mercado de futuros de Japón para los bonos públicos se abrió en 1985 en la Bolsa de Valores de Tokio. La compraventa de BPJ futuros de largo plazo (10 años) —que representan la mayoría de las transacciones a futuro de los BPJ— en el mes de contrato de mayor compraventa, tiene niveles de liquidez sumamente altos⁵⁰. Esto se debe, en parte, a que muchos participantes del mercado participan por diversos motivos, por ejemplo, por el arbitraje entre meses del contrato, o por el mercado al contado versus futuros, de cobertura y de especulación.

⁴⁹Las “faltas” ocurren cuando el que debe recibir los bonos públicos en una transacción no los recibe de la parte que debe entregarlos en la fecha de liquidación prevista.

⁵⁰Aunque los BPJ futuros de plazo muy largo (20 años) y mediano plazo (5 años) también se compran y venden, en la actualidad el volumen real de compraventa es insignificante.

678. El mercado de recompra en Japón solía incluir dos tipos de transacciones: “el antiguo acuerdo de recompra” y “las transacciones de recompra de BPJ con la utilización de dinero en efectivo como garantía” (conocidas como “la recompra de BPJ”). Ambas clases de transacciones presentaban algunos problemas. Anteriormente, para los bonos públicos con cupones, se usaban las transacciones de recompra de BPJ que recurrían al efectivo como garantía, mientras que el primer tipo de acuerdo de recompra mencionado era la práctica de rutina para los bonos públicos de corto plazo. En otras palabras, el mercado de recompra de Japón estaba dividido en estos dos diferentes tipos de transacciones.

679. A partir de julio de 1998, los participantes del mercado comenzaron a estudiar las nuevas directrices para los acuerdos de recompra. Esto llevó finalmente al Acuerdo Maestro de Recompra⁵¹ compilado por la Asociación de Intermediarios de Valores de Japón. Esto abrió el camino para que en abril de 2001 se introdujera un método mundial orientado a las normas (es decir, “un nuevo tipo de acuerdo de recompra”), que es más seguro y conveniente que los métodos anteriores. Las características principales del nuevo tipo de acuerdo de recompra pueden resumirse como se describe a continuación.

- Es un método fácil de utilizar por los no residentes ya que se basa en normas internacionales y, desde el punto de vista jurídico, es una transacción de “compra y venta”.
- Altos niveles de seguridad debido a sus métodos reforzados de gestión del riesgo (que incluyen los aspectos de margen de seguridad y de demanda de cobertura suplementaria, que también existen en la recompra de BPJ), y medidas incorporadas para manejar una situación de incumplimiento de una contraparte.
- Derecho de substitución, recientemente incorporado (el derecho a sustituir títulos por otros durante la transacción de recompra) de manera de facilitar los depósitos y préstamos a plazo.

680. Se prevé que de ahora en adelante todas las transacciones se consoliden en el marco del nuevo tipo de acuerdo de recompra. El nuevo método consolidado de transacciones también contribuirá a una formulación eficiente de tasas de interés de corto plazo, de referencia, exentas de riesgo.

⁵¹El Acuerdo Maestro de Recompra se basa en el Acuerdo Mundial Maestro de Recompra, un acuerdo estándar para el acuerdo de recompra utilizado en Europa y Estados Unidos, compilado por la Asociación de Mercados de Bonos y la Asociación Internacional de Mercados de Valores.

Apéndice

La regla de la "falta buena"

681. Bajo la regla de la "falla buena", si una parte no cumple oportunamente con sus obligaciones en virtud de una transacción, no estará sujeta a sanciones ni a cargos por incumplimiento. Esto es porque la regla se basa en el concepto de que la "falta" acompaña a un efecto económico que, de por sí, sirve de elemento disuasor respecto a la falta y, de ocurrir, serviría de incentivo para abordarla.

682. Esta regla puede ilustrarse mediante el siguiente ejemplo. Supongamos que X (el que entrega) no entregó los BPJ a Y (receptor) en la fecha del contrato. Por lo tanto, es evidente que X no puede recibir el dinero por concepto de dichos BPJ, y puede que tenga que acarrear el costo adicional de recaudación de los fondos que necesita para continuar con la tenencia de los títulos. O puede que X tenga que renunciar a la oportunidad de invertir el dinero que Y supuestamente iba a pagar en la fecha estipulada del contrato. Además, X solo tendrá el derecho de recibir el pago por concepto de intereses para el período que finaliza en la fecha del contrato, independientemente de la duración del período durante el cual X esté en posesión de los BPJ. En otras palabras, para X, la falta es una situación muy negativa. Sin embargo, Y tendrá el derecho de recibir el pago por concepto de intereses por el período que empieza en la fecha del contrato y finaliza en la fecha de la entrega real, aun cuando los BPJ todavía no estén en sus manos. Más aún, puede continuar invirtiendo el dinero que supuestamente debería haber pagado en la fecha del contrato hasta el día en que haya recibido los títulos. Por lo tanto, Y sí saca provecho si ocurre una falta por parte de X.

683. Sin embargo, bajo la situación actual, en la que ha habido un período prolongado de tasas de interés bajas, este raciocinio económico no sirve tanto como medida de disuasión. Por lo tanto, para ejercer una presión adicional, se ha introducido una medida temporal mediante la cual Y puede exigirle a X que pague el costo que Y tendría que pagar para recibir el monto equivalente de valores, obteniendo BPJ en préstamo contra una garantía en efectivo.

IX. MÉXICO⁵²

A. Creación de un marco institucional y de gobernanza sólidos

Objetivos

684. La gestión de la deuda pública busca asegurar que las necesidades de financiamiento del gobierno y sus obligaciones de pago se cumplan al menor costo posible a mediano y corto plazo y que sean coherentes con un grado de riesgo prudente.

685. La importancia de la estrategia del gobierno de gestión de la deuda reside en ayudar a generar una estabilidad macroeconómica y finanzas públicas más sólidas. La política de deuda para 2002 tiene como objetivo administrar adecuadamente la deuda del gobierno, ayudando de esta manera a generar un ambiente macroeconómico estable, así como finanzas públicas más sólidas. Esto es aún más importante en un año en el que la mayor parte de las economías enfrentan dificultades, probablemente caracterizadas por tasas de crecimiento baja e incertidumbres en el mercado de capitales. En ese sentido, el gobierno ha adoptado la siguiente política de gestión de la deuda para 2002:

- Al igual que en años anteriores, el déficit fiscal será financiado en el mercado nacional. La incertidumbre en el mercado internacional también realza la necesidad de contar con esta estrategia durante 2002.
- La estrategia de deuda interna se enfocará en tres áreas:
 - Mejorar el perfil de vencimientos.
 - Extender la vida promedio de la deuda interna.
 - Desarrollar una curva de rendimiento a largo plazo. Es importante señalar que la emisión de los bonos de tasa nominal fija a 10 años apenas data de julio de 2001.
- Se prevé que la estrategia de deuda externa continúe incrementando el perfil de vencimientos y, al mismo tiempo, reduciendo los costos, por medio de la implantación de estrategias activas de gestión de la deuda destinadas a reducir las imperfecciones del mercado en la curva de rendimiento soberano. La estrategia también busca evitar el riesgo de refinanciamiento derivado de grandes concentraciones de vencimientos en un año dado.

Marco jurídico

686. El marco jurídico para la gestión de la deuda está contemplado en los siguientes Artículos:

- *Artículo 73, Párrafo VIII de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos (EUM)* que faculta al Congreso de la unión a establecer las bases por

⁵²El estudio del caso fue preparado por el Departamento de Deuda Pública Mexicana de la Secretaría de Hacienda.

- medio de las cuales el Ejecutivo puede tomar créditos a nombre de la nación, aprobar dichos créditos y ordenar el repago de la deuda nacional.
- *Artículo 89 Párrafo I de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos* faculta y establece el deber del Presidente de promulgar y ejecutar las leyes promulgadas por el Congreso para permitir la estricta adhesión a la ley por parte del gobierno.
 - *Artículo 31 Párrafos V y VI de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal* establece que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público deberá administrar la deuda pública de la Federación y realizar y autorizar todas las transacciones que involucren crédito público.
 - *Artículo 1 de la Ley General de Deuda Pública* establece que las siguientes entidades están autorizadas a obtener préstamos: i) el Ejecutivo Federal y sus derivados, actuando a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, ii) organismos públicos descentralizados, así como empresas públicas (es decir, aquellas empresas de las cuales el Estado es el dueño mayoritario); iii) instituciones crediticias gubernamentales, así como organizaciones auxiliares de crédito, compañías de seguros y fianzas del gobierno, y iv) fideicomisos en los cuales el gobierno federal o cualquiera de los organismos mencionados anteriormente es el otorgante.
 - *Artículo 4 Párrafo V de la Ley General de Deuda Pública* establece que el Ejecutivo Federal actuando por acción de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público tendrá la facultar de contratar y administrar la deuda pública del gobierno federal y proporcionar las garantías del gobierno federal en transacciones crediticias.

Coordinación con las políticas monetarias y fiscales

687. La política de gestión de la deuda está determinada por la política fiscal. Si la política fiscal funciona en coordinación con la política monetaria, la política de gestión de la deuda tendrá una relación indirecta con la política monetaria. En ese sentido, los programas de endeudamiento están basados en las proyecciones económicas y fiscales contenidas en el presupuesto gubernamental. Las proyecciones financieras utilizadas en el presupuesto gubernamental, tales como las tasas de inflación y las tasas de interés, son consecuentes con el programa monetario del Banco Central (BM). Además, como se describirá más adelante, en muchas transacciones el BM actúa como organismo financiero del gobierno federal. Esto requiere una relación de trabajo continua entre las autoridades fiscales y monetarias en relación con la política de gestión de la deuda.

Directrices para la gestión de la deuda

688. Cuando se autoriza el presupuesto al final de cada año, el Congreso aprueba el límite anual de la deuda externa y la deuda interna presentado por el gobierno a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Este límite refleja la política de endeudamiento para el año siguiente, que también se presenta al Congreso, donde se analiza la información cuidadosamente. Este marco institucional busca dar sustento a la implantación de una estrategia gubernamental prudente de gestión de la deuda.

689. Asimismo, cada gobierno nuevo establece un programa general de endeudamiento y de gestión de la deuda, directamente relacionado con los objetivos fiscales fijados para el período.

Estructura institucional de la gestión de la deuda

Estructura institucional de gestión de la deuda

690. El organismo principal de gestión de la deuda es la Secretaría de Hacienda y Crédito Público que actúa a través de la Dirección General de Crédito Público. Las facultades principales delegadas a esta oficina son las de negociar y ejecutar todos los documentos relacionados con:

- El crédito público.
- La autorización y el registro de créditos por parte de entidades públicas, incluyendo los bancos de desarrollo.
- Transacciones financieras e instrumentos financieros derivados de las cuales el gobierno es parte.

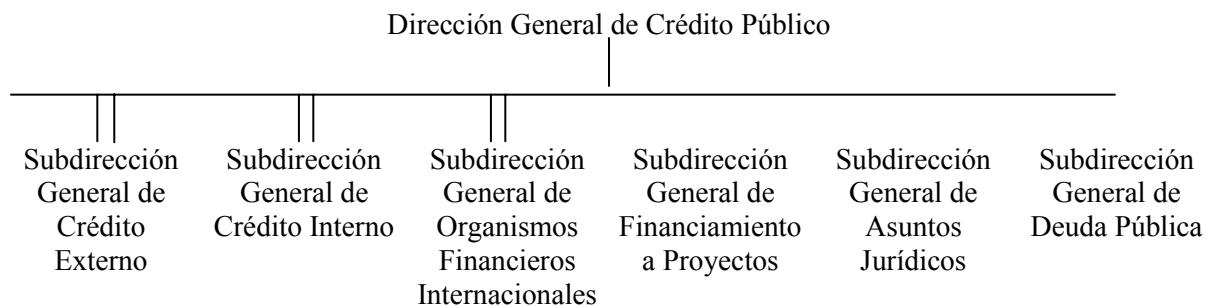
691. El Presidente de los Estados Unidos Mexicanos designa al Director General de Crédito Público. El Senado debe ratificar la designación.

692. El Director General de Crédito Público rinde cuentas al Subsecretario de Finanzas y Crédito Público. Cada trimestre, el programa de emisión de deuda interna se trata con el Subsecretario antes de su publicación. El informe cubre las negociaciones relacionadas con la autorización de los empréstitos de las entidades públicas, así como las transacciones financieras de las cuales es parte el gobierno, por ejemplo, cada nueva operación del gobierno en el mercado internacional de capitales. La frecuencia depende de cuándo se celebran las negociaciones.

693. Como se ha mencionado, el banco central actúa como un organismo financiero del gobierno para la emisión y servicio de los bonos nacionales, así como de otras operaciones de administración de pasivos. El Banco de México también es responsable de pagar la deuda federal que se deriva de la mayor parte de la deuda externa, con fondos del gobierno federal y bajo instrucciones de la Dirección General de Crédito Público. Esto entraña una relación de trabajo constante entre las dos entidades.

Organigrama de la oficina de administración de la deuda

694. La oficina de administración de la deuda se organiza de la siguiente forma:



- *La Subdirección General de Crédito Externo* administra la emisión de valores en los mercados internacionales de capital y lleva la administración de pasivos y riesgo relacionados con la cartera de deuda.
- *La Subdirección General de Crédito Interno* formula las políticas y administra los programas relacionados con el financiamiento en el mercado nacional.
- *La Subdirección General de Organismos Financieros Internacionales* negocia las condiciones de los créditos con el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y otros organismos financieros.
- *La Subdirección General de Financiamiento de Proyectos* negocia e implementa la política relacionada con las operaciones financieras, planes especiales y proyectos de infraestructura.
- *La Subdirección General de Asuntos Jurídicos* está a cargo de resolver asuntos relacionados con el marco jurídico aplicable a la gestión de la deuda pública y proporciona asesoría jurídica a la Dirección General de Crédito Público y a otras subdirecciones generales.
- *La Subdirección General de Deuda Pública* negocia, autoriza y registra la deuda pública. Este departamento también recaba y registra la información estadística relacionada con la deuda pública.

Contratación de personal calificado

695. Los directores, subdirectores y jefes de departamento recién contratados deben tener un gran conocimiento de por lo menos uno de los siguientes temas: finanzas públicas, economía, contabilidad, gestión de la deuda pública, leyes, estadística y cualquier otro tema relacionado con la gestión de la deuda pública.

696. Para el personal existen programas internos de capacitación en finanzas públicas, leyes y contabilidad. Además, se ofrecen programas de becas al personal según el área específica donde trabajen.

697. A excepción de los subdirectores generales, los directores y los subdirectores, hay poca rotación de personal en la Dirección General de Crédito Público. Las prestaciones económicas de su personal son las mismas que las de los demás empleados públicos. Sin embargo, tienen la oportunidad de aprender acerca de diferentes aspectos de la gestión de la deuda, por ejemplo, sobre las políticas relacionadas con el financiamiento en los mercados internacionales de capital y en el mercado interno, el marco jurídico relacionado con la gestión de la deuda pública o la administración del riesgo de la cartera de deuda. A la Dirección de Crédito Público se le considera un lugar atractivo para trabajar.

Transparencia y rendición de cuentas

698. En el transcurso de cada año, una de las unidades de la Secretaría de la Contraloría y Desarrollo Administrativo realiza un control de las cuentas, los estados financieros y las actividades y operaciones de la Dirección General de Crédito Público. También durante cada año, el Congreso, a través de su organización auditora, revisa las cuentas, estados financieros y otros temas específicos que son de interés para sus miembros. La auditoría cumple con las normas de auditoría generalmente aceptadas, así como con los principios de contabilidad generalmente aceptados aplicables a las finanzas gubernamentales y a la gestión de la deuda.

699. Además, es importante mencionar que México pertenece al Grupo de Divulgación de Datos del Fondo Monetario Internacional. En ese sentido, los datos históricos de la deuda pública de México están disponibles en el sitio de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en Internet (www.shcp.gob.mx).

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

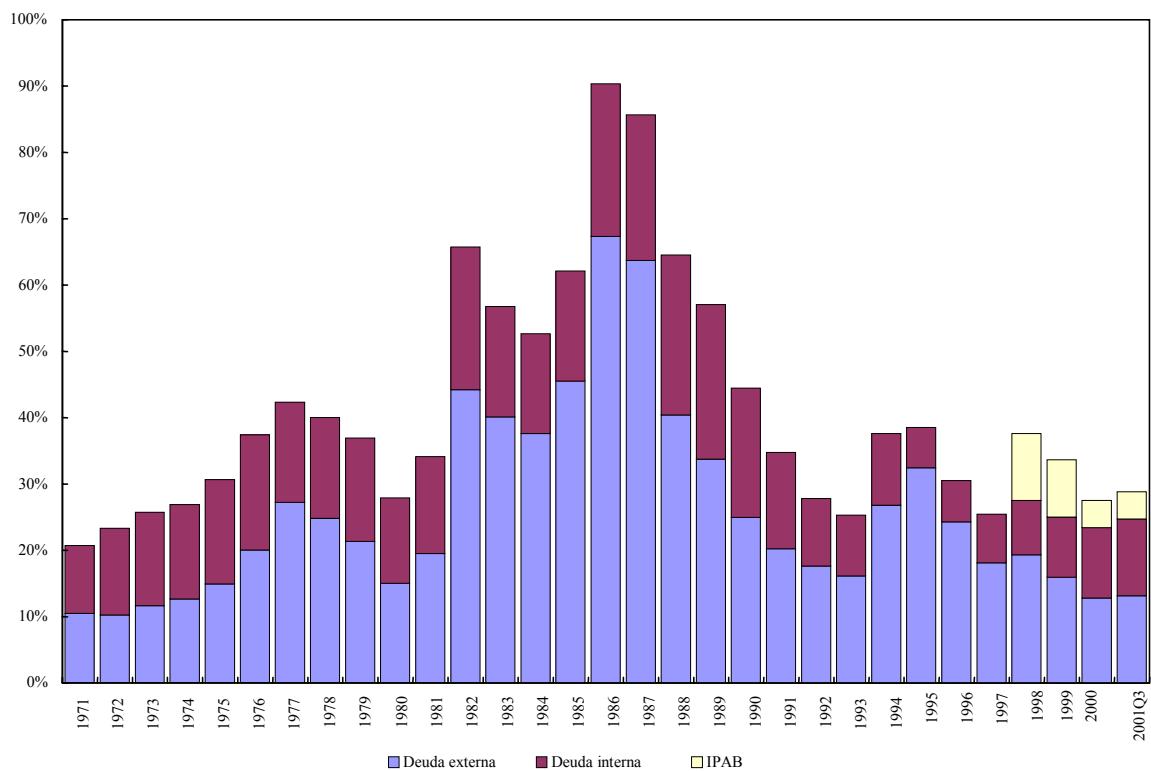
700. El gobierno ha podido reducir la vulnerabilidad del país al contagio de las crisis financieras internacionales, principalmente por medio de políticas macroeconómicas sólidas y de la disciplina fiscal. El déficit fiscal se ha estado reduciendo en los últimos años y el gobierno continuará con su meta a mediano plazo de cuadrar el presupuesto. En cuestiones de política monetaria, la disciplina ha contribuido a lograr la meta de inflación del Banco de México durante los últimos dos años y, por lo tanto, a tener mercados financieros internos más estables.

701. Otra herramienta importante en el deseo de reducir la vulnerabilidad del país ha sido una política prudente y constante de gestión de la deuda. Desde finales de los ochenta, los asuntos relacionados con la deuda pública han adquirido mayor importancia en la estrategia adoptada por las autoridades mexicanas. Se ha hecho hincapié en una gestión de la deuda estratégica que permite controlar la deuda y al mismo tiempo mejorar sus plazos y condiciones.

702. Desde 1995, la deuda pública como porcentaje del PIB se ha reducido considerablemente, alcanzando niveles no vistos desde mediados de los setenta (véase el gráfico 1). Esto ha resultado en una importante reducción en la asignación financiera para el servicio de la deuda, en la reducción de la vulnerabilidad de la economía ante perturbaciones externas y en una disminución de la presión sobre las finanzas públicas. Además, debido a la transmisión eficaz de las políticas fiscales y monetarias, se ha observado también una reducción en las tasas de interés.

Gráfico 1. Evolución de la deuda pública, 1971–2001

(Porcentaje del PIB)

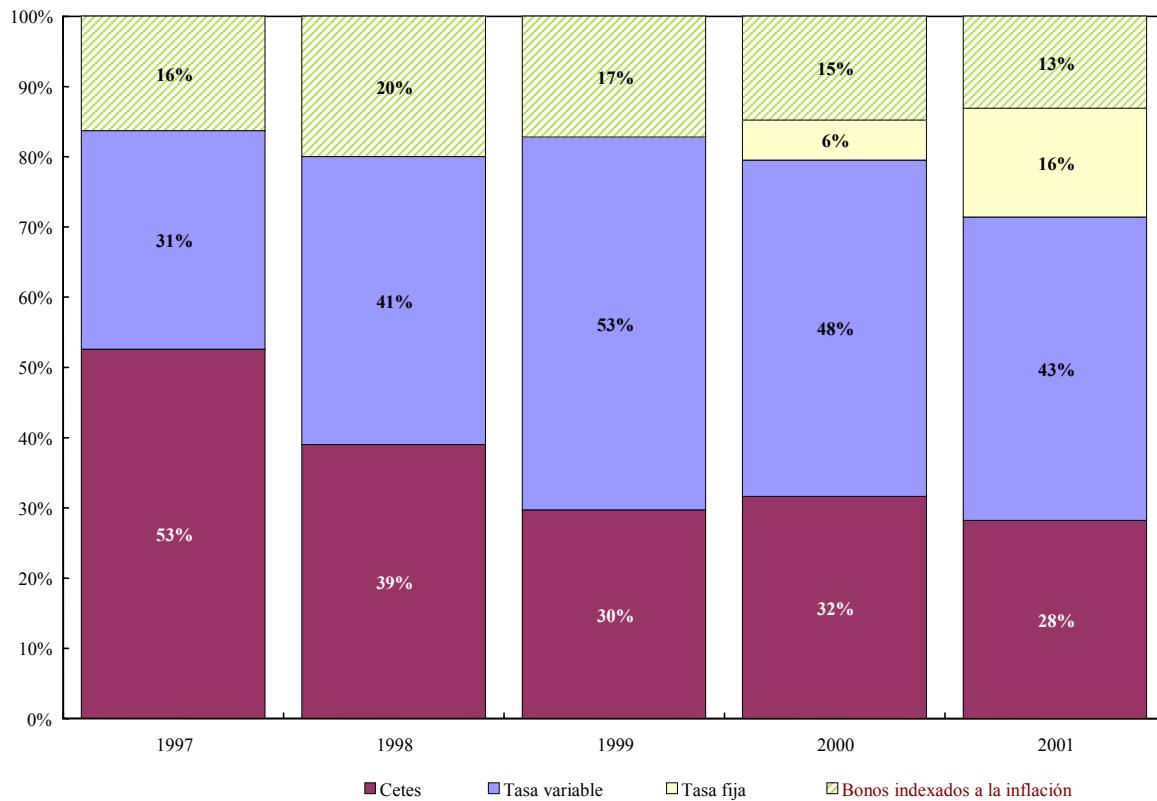


Nota: IPAB- Instituto de Protección al Ahorro Bancario. El gobierno creó esta institución para respaldar los incumplimientos de crédito y así evitar el fracaso del sistema bancario.

703. Naturalmente, la política de deuda tiene que coincidir con la política económica. Un mayor endeudamiento en el ámbito local podría imponer una presión sobre las tasas de interés y aumentar el costo financiero del sector privado, ocasionando un efecto de desplazamiento en el mercado interno. Además, un mayor endeudamiento externo aumenta el riesgo de refinanciamiento y puede llevar a que la moneda local se sobrevalúe, afectando la competitividad del sector privado y provocando la importación de productos y servicios. Por lo tanto, la política de deuda anual aprobada por el Congreso establece cuales son las fuentes de financiamiento que requiere el gobierno —ya sea un financiamiento en el extranjero, en el mercado interno, o una combinación de ambos— de acuerdo con la política económica. La política de deuda debe contemplar la posibilidad de que tanto el gobierno como los organismos emitan deuda, a fin de evitar la concentración de reembolsos en el mismo año. Asimismo se presentan al Congreso informes consolidados sobre esta emisión de deuda.

704. También debe señalarse que el gobierno ha promovido activamente el desarrollo de mercados de deuda locales mediante nuevos reglamentos e instrumentos. A través de esta política, México ha podido financiar sus necesidades presupuestarias con deuda local, lo que

Gráfico 2. Composición de la deuda interna por tipo de instrumento



Nota. Cetes- Certificados de la Tesorería. Instrumentos de corto plazo de cupón cero con vencimientos de 1, 3, 6 y 12 meses.

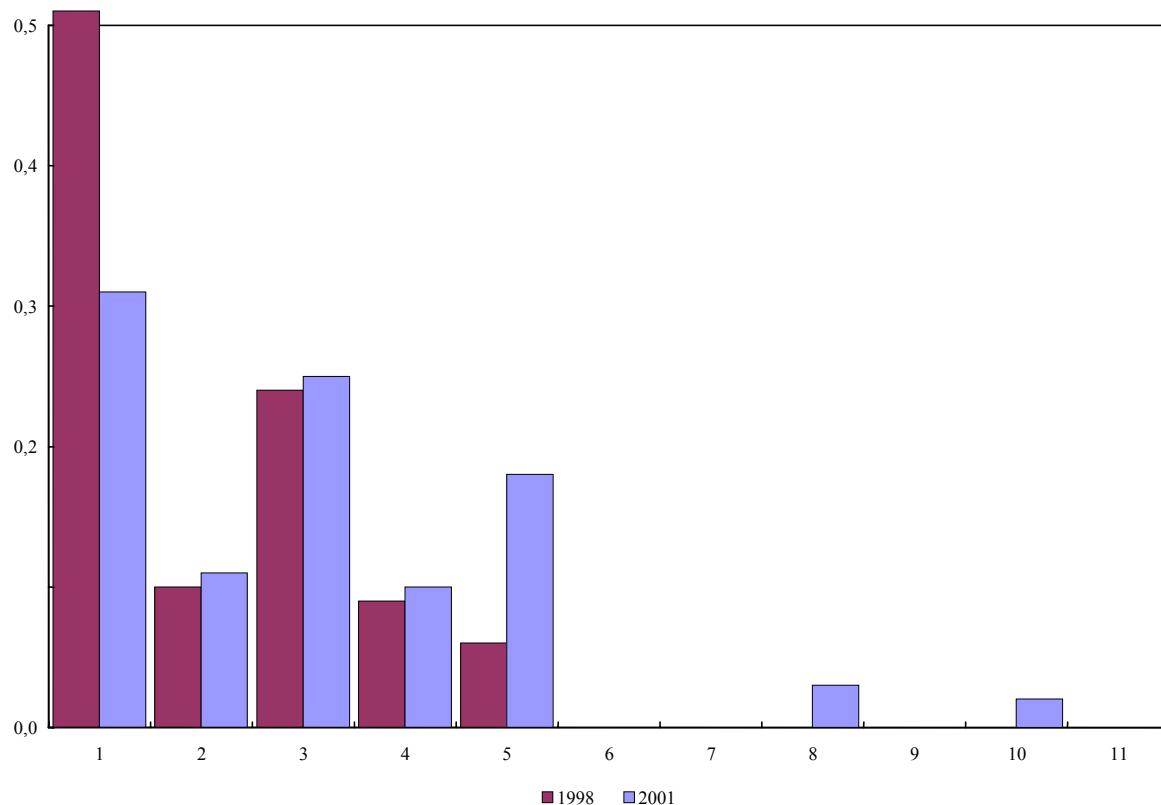
a su vez le ha ayudado a desarrollar mercados locales de deuda y reducir la deuda externa. En este sentido, la deuda externa como porcentaje de la deuda total ha demostrado una clara tendencia a la baja gracias a límites decrecientes de endeudamiento externo neto.

Deuda interna

705. Hoy en día el gobierno mexicano enfrenta dos tipos de riesgo con respecto a la deuda interna.

- *Riesgo por tasas de interés.* Dado que sigue en circulación una gran cantidad de deuda a tasa de interés variable, existe el riesgo inherente de que un aumento en las tasas de interés implique mayores costos financieros. Sin embargo, como se puede observar en el gráfico 2, la importancia relativa de la deuda en tasa flotante ha disminuido en los últimos años.
- *Riesgo de refinanciamiento.* Este riesgo surge a partir de la posibilidad de que se produzca un ambiente adverso en el mercado mundial de capitales, y el gobierno podría enfrentar dificultades en refinanciar su deuda con condiciones favorables. Dado el mejoramiento del perfil de amortizaciones durante los últimos años (véase el gráfico 3), el riesgo de refinanciamiento es manejable.

Gráfico 3. Perfil de amortización de la deuda interna



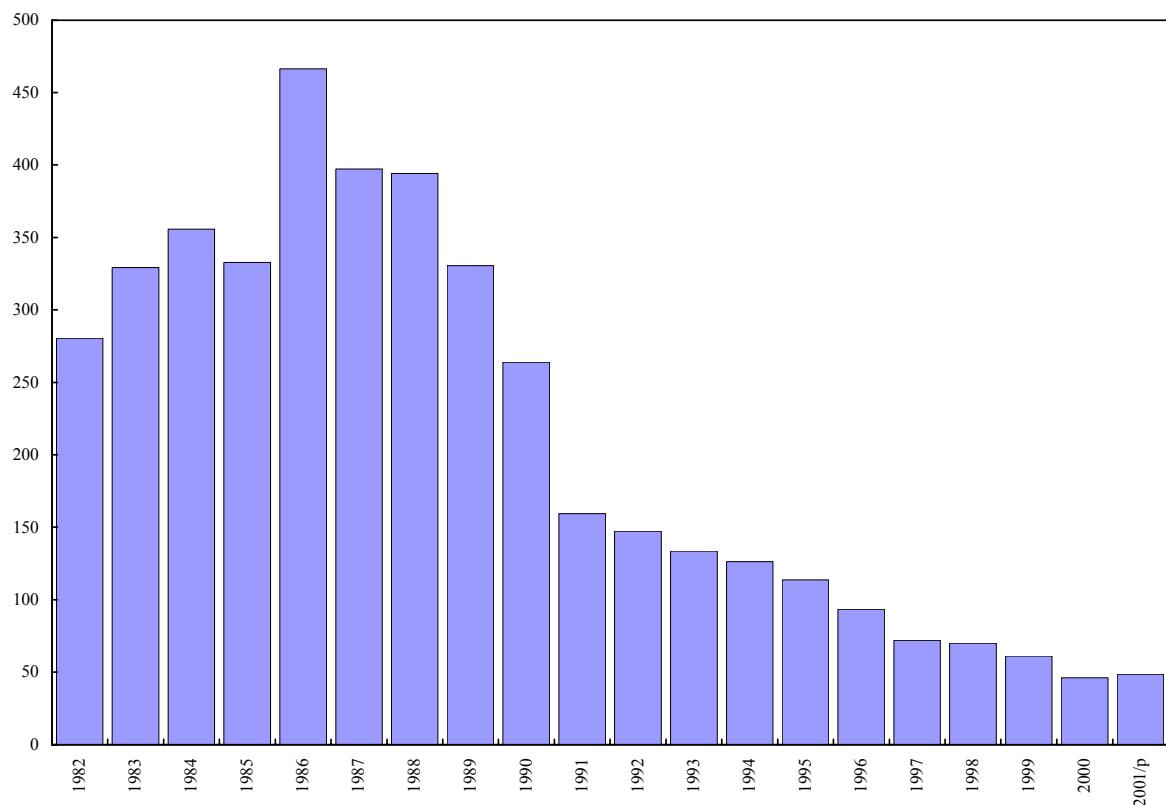
706. Para administrar el riesgo de tasa de interés y el de refinanciamiento, el gobierno ha formulado una estrategia de emisiones basada en los siguientes supuestos:

- Emisión de deuda a largo plazo de tasa variable con vencimientos de 3 a 5 años con el fin de reducir el riesgo de financiamiento iniciado en 1997.
- Emisión gradual de instrumentos a largo plazo de tasa fija con vencimientos de 3, 5 y 10 años para reducir aún más el riesgo de refinanciamiento al mismo tiempo que se reduce el riesgo de tasa de interés.

707. Puesto que el mercado de instrumentos de larga duración no es muy profundo, el gobierno mexicano ha seguido emitiendo deuda a tasa variable. Cuando el mercado lo permita, continuará produciéndose un cambio gradual hacia la emisión de deuda a tasa fija.

708. Esta es parte de la estrategia de gestión de la deuda que el gobierno ha puesto en marcha. Para garantizar que la estrategia que se aplica actualmente en el mercado local sea sostenible, el gobierno ha puesto especial énfasis en las políticas macroeconómicas, tanto fiscales como monetarias, con miras a promover la estabilidad.

Gráfico 4. Razón deuda pública externa neta/Volumen total de exportaciones
(Porcentaje)

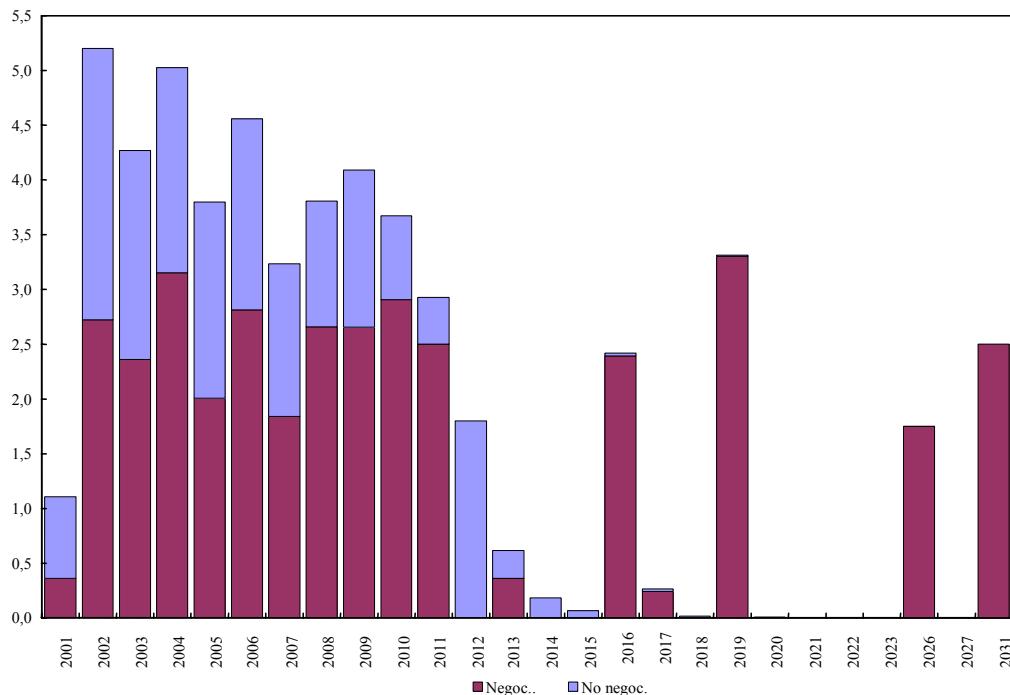


Deuda externa

709. La sólida posición fiscal registrada en los últimos años, junto con las reformas estructurales que buscan abrir la economía al sector externo, ha reforzado la posición de liquidez del sector público con sus acreedores externos. Esto ha reducido la vulnerabilidad de México. Hoy en día, el saldo total de la deuda pública externa podría cubrirse con el equivalente de medio año de exportaciones, un nivel no visto desde los años cincuenta. Para el gobierno es muy importante mantener esta situación mediante una gestión prudente de las finanzas públicas y la deuda externa. La emisión de deuda externa por el gobierno y los organismos se ha visto restringida por un tope en el presupuesto impuesto por el Congreso a principios de año.

710. El marco de administración de riesgos para la gestión de la deuda externa se orienta a cubrir las necesidades de refinanciamiento, el servicio de la deuda existente y el mejoramiento del perfil de vencimientos, así como la reducción del costo de financiamiento de la deuda. Los riesgos principales que enfrenta el gobierno con respecto a su cartera de deuda externa son el riesgo de refinanciamiento, el riesgo cambiario y el riesgo de tasa de interés.

Gráfico 5. Perfil de amortización de la deuda externa del gobierno federal
al 30 de septiembre de 2001
(En miles de millones de dólares de EE.UU.)

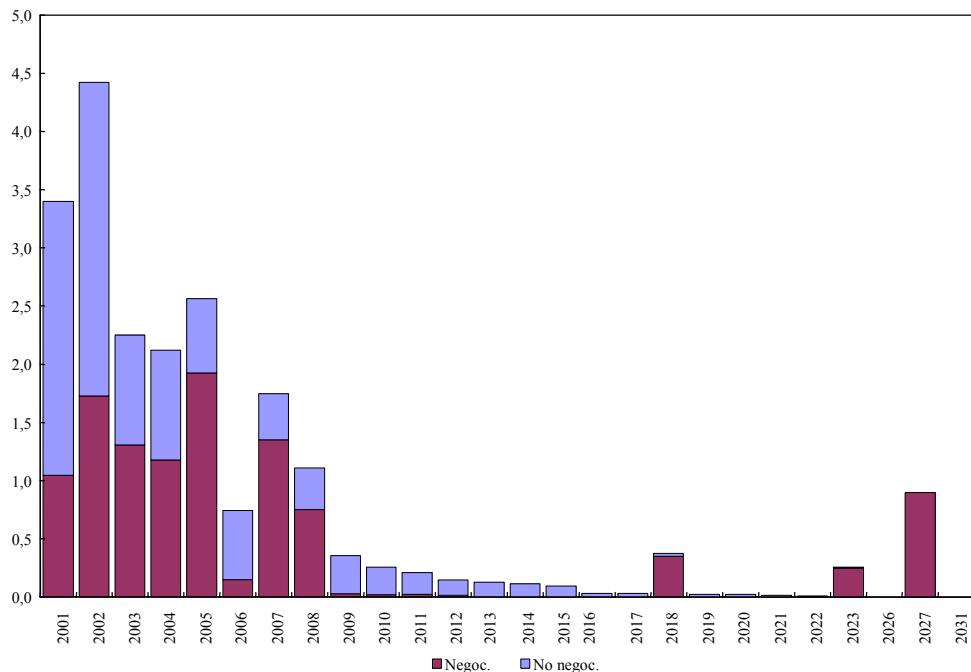


- El riesgo de refinanciamiento se maneja con un perfil prudente de vencimientos (véanse los gráficos 5 y 6) y no permitiendo que grandes cantidades venzan en un solo año.
- El dólar de EE.UU. es la fuente natural de financiamiento externo debido a los grandes influjos de dólares estadounidenses que entran a México a través de inversiones directas e inversiones en cartera del extranjero, y también a través de transferencias de dólares de ciudadanos mexicanos que viven en los Estados Unidos. Consecuentemente, la deuda denominada en monedas diferentes al dólar representa un mayor riesgo para el gobierno.
- El gobierno ha sido prudente al seleccionar la composición de la cartera de deuda de tasa variable y de tasa fija. Por lo tanto, la cartera consiste principalmente de instrumentos de tasa fija. El gobierno puede recurrir al mercado de instrumentos financieros derivados para protegerse de los riesgos provocados por la deuda de tasa variable. Para proteger los títulos con instrumentos financieros derivados, el gobierno recurre sobre todo a los *swaps* entre divisas, a las opciones incorporadas en instrumentos y a las tasas de interés a futuro.

711. La cartera de deuda externa gubernamental se compone tanto de deuda negociable como de no negociable. Hay depósitos que garantizan parte de la deuda externa gubernamental, que consisten principalmente de Bonos Brady. Esta deuda garantizada generalmente se recompra o es exigible cuando hay ahorros en valor neto actualizado, con el fin de monetizar la

Gráfico 6. Perfil de amortización de la deuda externa de los organismos al 30 de septiembre de 2001

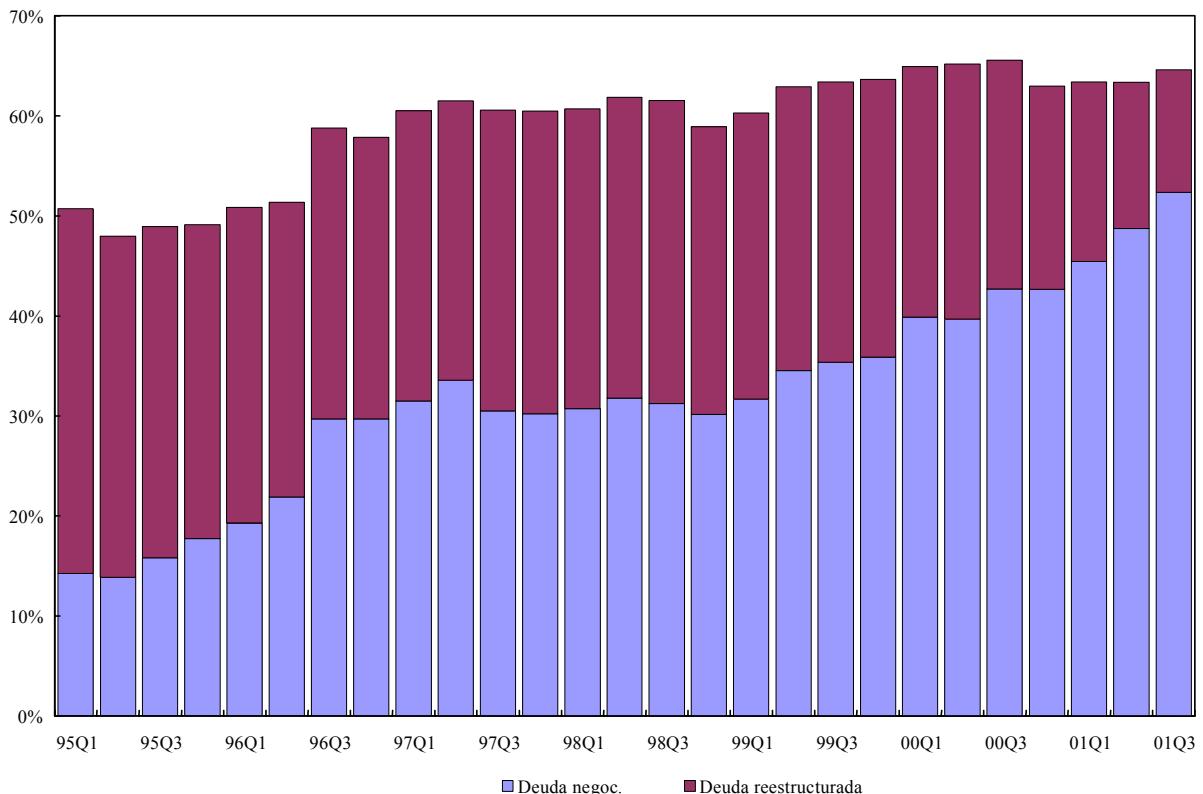
(En miles de millones de dólares de EE.UU.)



garantía y generar recursos adicionales para el gobierno. Actualmente, el gobierno está tratando de amortizar esta deuda agregando más deuda negociable a su saldo de deuda (véase el gráfico 7), haciendo que su cartera sea más líquida y, en su calidad de emisor líquido y de gran volumen, adaptándola para dar cabida a más índices de crédito de referencia, lo cual añade valor a los bonos del gobierno.

712. El gobierno se aprovecha de las oportunidades del mercado a medida que éstas se presentan. En los últimos años, debido a las condiciones favorables del mercado, ha finalizado su financiamiento a principios del año. Ya que las necesidades de financiamiento han sido relativamente pequeñas, el riesgo de financiamiento, como tal, no se ha concentrado en ningún mes del año en particular. Una vez cubiertas las necesidades de financiamiento externas, ya sea a través de los mercados de capitales o de instituciones bilaterales o multilaterales, el gobierno administra la deuda en función del tope impuesto por el Congreso. La gestión de pasivos se utiliza principalmente para amortizar la deuda garantizada (por ejemplo, los bonos Brady) y la deuda con opciones incorporadas, permitiéndole así al gobierno federal beneficiarse de los ahorros en valor neto actualizado.

Gráfico 7. Porcentaje de la deuda pública externa



713. Con el fin de evaluar el riesgo e identificar una oportunidad de disminuir los costos, el gobierno hace un seguimiento constante de los mercados financieros, en especial de los mercados de los títulos emitidos por prestatarios soberanos y de sociedades con una calificación similar. Sin embargo, los factores principales que ayudan al gobierno a reducir el costo y riesgo de su cartera de deuda son las políticas fiscales y macroeconómicas sólidas.

Pasivos contingentes

714. El gobierno también garantiza la deuda emitida por los organismos. Cada tres meses, el gobierno presenta un informe al Congreso en el que incluye toda la información relevante relacionada con la deuda pública: saldo de la deuda del sector público, amortizaciones, nuevo financiamiento e información similar.

Sistemas de información sobre la gestión

715. Los que administran la deuda del gobierno cuentan con las herramientas de información necesarias para analizar el perfil de riesgo de la cartera de deuda. Esto se logra principalmente mediante la observación cotidiana de los diferentes indicadores financieros y económicos. Toman esta información y realizan varias pruebas de esfuerzo con las tasas de

interés y de los tipos de cambio actuales, después examinan el resultado de cada escenario y evalúan la probabilidad de un resultado adverso. Esto lo complementan con informes periódicos y bases de datos.

716. Evidentemente, todo análisis depende de la continuidad, confiabilidad y calidad de la información; esto complementa los sistemas de información utilizados por el gobierno. En la actualidad, a través de su oficina de gestión de la deuda, el gobierno utiliza servicios como Bloomberg, Reuters e Infosel, además de tener acceso a bases de datos, programas de evaluación y cotizaciones en línea, tanto de los mercados locales como de los externos.

C. Cómo crear mercados de títulos públicos

Deuda interna

717. Además de la estrategia seguida por el gobierno para desarrollar el mercado de deuda interna, las autoridades centrales han creado medidas para patrocinar el establecimiento de un mercado secundario eficiente.

Extender la curva de rendimiento

718. Como puede observarse en el gráfico 8, el vencimiento promedio de la cartera de deuda ha aumentado considerablemente en los últimos años. A fin de continuar el desarrollo del mercado de valores públicos de largo plazo se ha extendido la longitud de la curva de rendimiento a través de la emisión de bonos de plazo más largo. Los instrumentos de tasa fija a 3, 5 y 10 años se introdujeron en enero y mayo de 2002 y en julio de 2001 (véase el gráfico 9). Se continuará con esta estrategia con el fin de consolidar la curva de rendimiento y posiblemente extenderla más. Con la evolución de la curva, el gobierno también ha abierto el camino para los emisores del sector privado y ha facilitado el desarrollo de un mercado de instrumentos derivados líquidos.

Introducción de agentes creadores de mercado (operadores primarios)

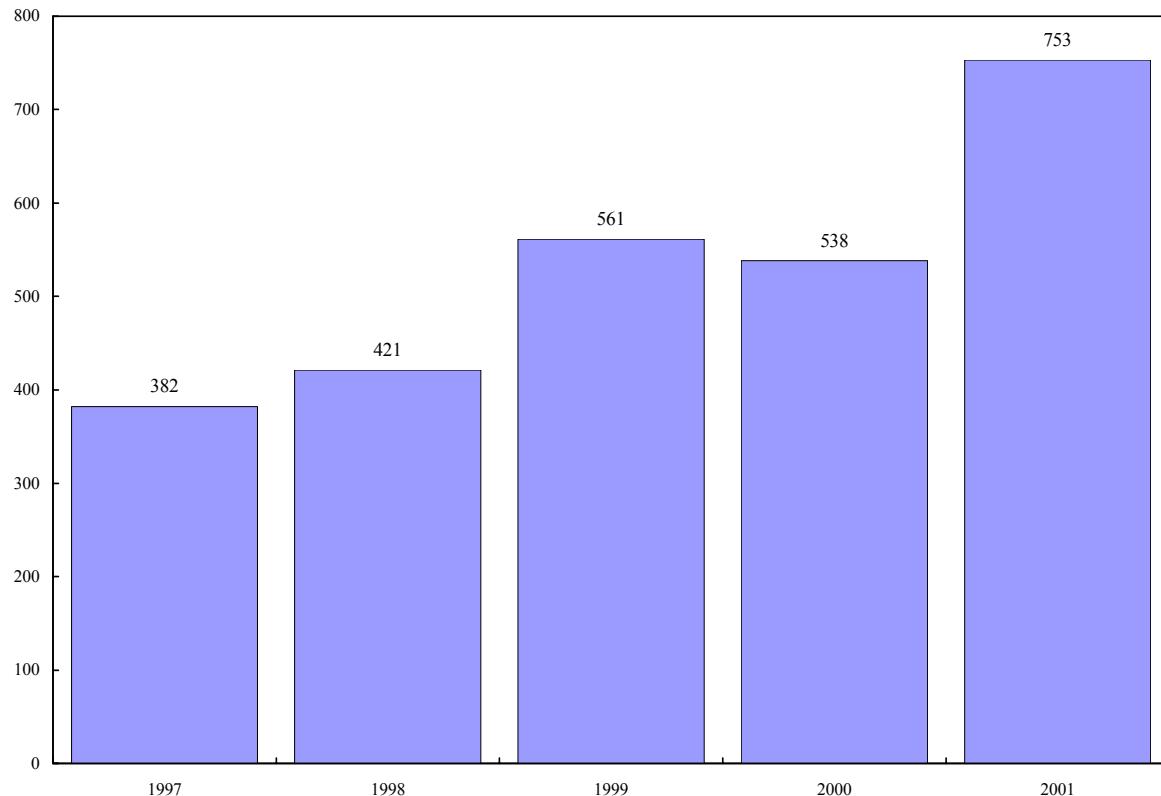
719. En octubre de 2000 se introdujeron agentes creadores de mercado para aumentar la liquidez, reducir los costos de transacción y facilitar a los compradores finales su adquisición de títulos públicos. Puede seleccionarse a las sociedades de corretaje y las instituciones financieras como agentes creadores de mercado según sus actividades en los mercados primario y secundario. También se evalúa continuamente el desarrollo del mercado con relación a la actividad de estos agentes creadores de mercado para asegurarse de que sigan participando activamente en el desarrollo del mercado interno.

720. Los agentes creadores de mercado tienen las siguientes obligaciones:

- Colocar ofertas en la subasta primaria para cada tipo de instrumento de tasa fija, por una cantidad mínima del 20% de la cantidad subastada.
-

Gráfico 8. Vencimiento promedio

(En días)

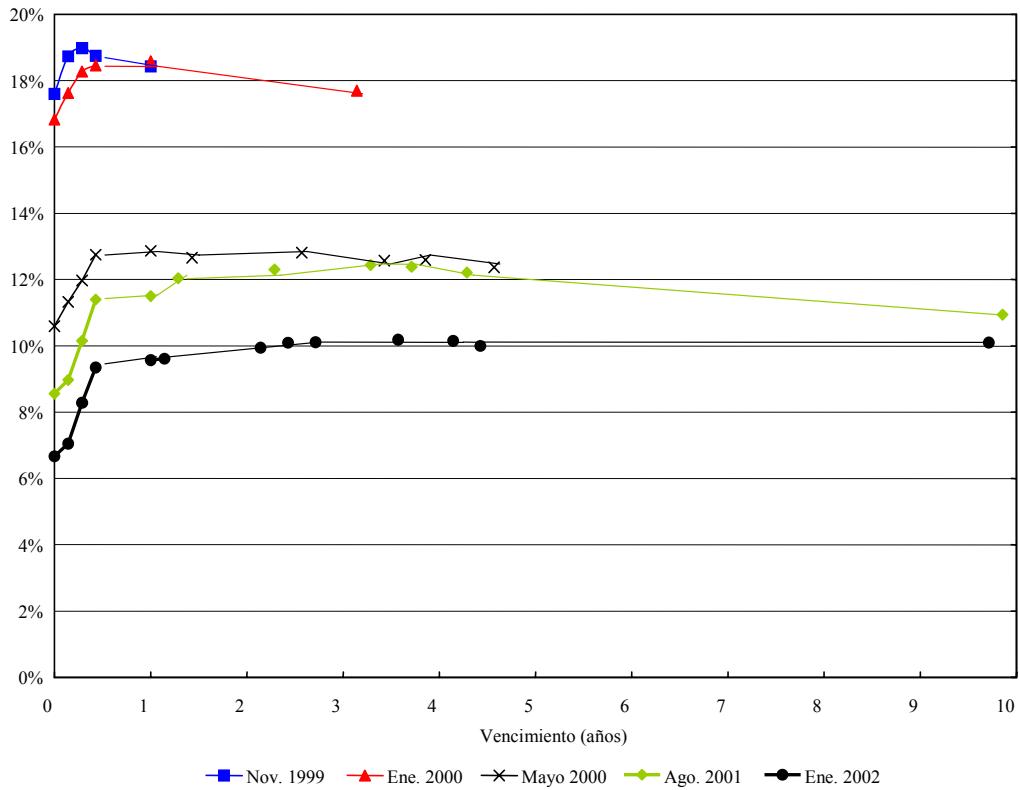


- Colocar continuamente cotizaciones de oferta para instrumentos de tasa fija con operadores autorizados, por una cantidad mínima de 20 millones de pesos y un diferencial entre precio y oferta de 125 puntos básicos (en función del rendimiento).
- Dar a las autoridades toda la información solicitada para cuantificar sus actividades.

A cambio de sus obligaciones, los agentes creadores de mercado tienen los siguientes privilegios:

- El derecho de comprar valores después de la primera subasta. Esta opción de compra de tipo "Green Shoe" tiene las siguientes características:
 - Solo es válida para instrumentos de tasa fija ofrecidos en la subasta primaria.
 - Solo pueden ejercerla los agentes creadores de mercado que hayan ofrecido una tasa competitiva en la subasta primaria.
 - Se asignarán títulos adicionales a la tasa promedio ponderada registrada en la primera subasta.
 - La cantidad máxima que puede ofrecerse para la opción de compra es de 20% de la cantidad subastada.

Gráfico 9. Evolución de la curva de tasa de interés



- Los agentes creadores de mercado pueden obtener en préstamo del banco central el nivel mínimo de los siguientes títulos Cetes o Bonos de tasa fija:
 - 2% sobre la cantidad total pendiente de cada emisión de Cetes o Bonos.
 - 4% de la cantidad total pendiente de Cetes y Bonos.

721. Con la introducción de agentes creadores de mercado, se ha registrado un aumento importante en la liquidez del mercado secundario (véase el gráfico 10). Como consecuencia, el diferencial entre el precio de licitación y la oferta para todos los títulos de tasa fija también se ha reducido considerablemente. En promedio, estos diferenciales han disminuido de 36 puntos básicos en enero de 2000 a 27 puntos básicos en noviembre de 2001. Esto ha contribuido a promover la distribución de títulos públicos a compradores finales y a pequeños clientes.

Reapertura de emisiones en circulación para fomentar el volumen y la liquidez

722. Para aumentar la liquidez del mercado secundario de títulos públicos, el gobierno ha vuelto a abrir las emisiones en circulación. Esto ha contribuido a generar emisiones con un monto mayor en circulación y, al mismo tiempo, ha reducido el número de emisiones en el mercado, concentrando así la liquidez. Actualmente, el monto promedio de valores a largo plazo en circulación es de 17.000 millones de pesos por emisión, comparado con menos de 4.000 millones de pesos por emisión en 1999.

Gráfico 10. Compra-venta de bonos en el mercado secundario
(En millones de pesos)

Títulos vinculados al índice de inflación

723. El gobierno está emitiendo con regularidad valores indexados a la inflación a 10 años. Debido a la estabilidad del precio actual, la importancia relativa de este tipo de instrumento ha disminuido (véase el gráfico 2). Sin embargo, existe una demanda natural de instrumentos indexados a la inflación por parte de los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Por lo tanto, es muy posible que el gobierno siga incorporando estos instrumentos en su programa de emisiones.

Otras medidas

724. De conformidad con el objetivo de reforzar los mercados de valores gubernamentales, el gobierno también ha estado llevando a cabo las siguientes acciones:

- Anuncio trimestral del calendario de subastas de valores del gobierno.
- Contacto continuo con la comunidad financiera. Se realizan reuniones mensuales con los agentes creadores de mercado para tratar los acontecimientos más recientes de los mercados locales, así como el ambiente macroeconómico en general. Además, se sostienen reuniones periódicas o teleconferencia entre inversionistas institucionales

- para tratar aspectos relevantes y suscitar comentarios sobre el programa actual de emisión de títulos públicos.
- Mejoramiento de los reglamentos aplicables a los préstamos de valores y al mercado de recompra. Se están contemplando cambios sustanciales en la manera en que el mercado de recompra opera actualmente en la comunidad financiera. Algunos de estos cambios incluyen la documentación estándar por medio de la cual se autorregula el mercado (a la manera prescrita por ISDA), que no se utiliza actualmente para transacciones de recompra.

Deuda externa

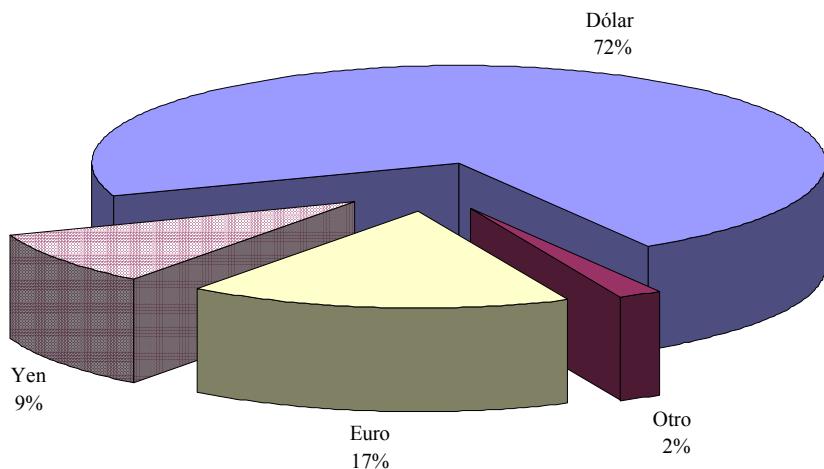
725. México siempre ha sido sensible a las exigencias del mercado cuando a los inversionistas les interesa invertir en una nueva emisión. En la medida de lo posible se hacen los esfuerzos necesarios para satisfacer a los inversionistas que asumen el riesgo de financiamiento y que al final conducen a un buen desempeño en el mercado secundario. Esto permite que México defina mejor su curva de rendimiento y, por lo tanto, reduzca sus costos financieros. Otro paso que el gobierno ha tomado para crear carteras saludables y con buen desempeño es emitir una cantidad de bonos nuevos inferior al volumen total de pedidos de los que quieren invertir en los nuevos bonos. Así, el gobierno puede evitar que se produzca una oferta excesiva de la nueva emisión en el mercado, lo que podría afectar el desempeño del mercado secundario. La información de oferta y demanda proporcionada por los bancos de inversión es crucial para entender mejor la oportunidad y el tamaño de una nueva emisión. El gobierno también se dedica a tratar de mejorar la composición de la cartera de deuda amortizando o reemplazando bonos que causan distorsiones en la curva. Esto genera ahorros de costo para el gobierno y, al mismo tiempo, satisface a los inversionistas.

726. Cabe mencionar que al seleccionar la mejor alternativa de endeudamiento en el mercado internacional, el gobierno debe considerar las necesidades del sector privado. Esto lo hace tratando de seleccionar un tenor que cubra una brecha en la curva de rendimiento de los bonos soberanos en el mercado internacional y, hasta donde sea posible, estableciendo puntos de referencia (a través de emisiones de referencia) para los participantes del sector privado. Una vez que el gobierno ha establecido una curva de rendimiento bien definida, es más fácil asignar la tasa de interés de una nueva emisión de bonos de sociedades mexicanas. Como el componente de riesgo soberano se establece y se mide con la curva de rendimiento de los valores soberanos, las sociedades solo tienen que determinar la tasa de interés de su propio riesgo, principalmente del riesgo crediticio. Esto conduce a una determinación más precisa de la tasa de interés de los bonos empresariales.

727. Para poder financiarse en el extranjero, el gobierno utiliza tres diferentes mercados, que ofrecen diferentes ventajas, los mercados del dólar, del euro y del yen (véase el gráfico 11).

Gráfico 11. Emisión de la deuda externa negociable de los Estados Unidos Mexicanos, 1996–2002

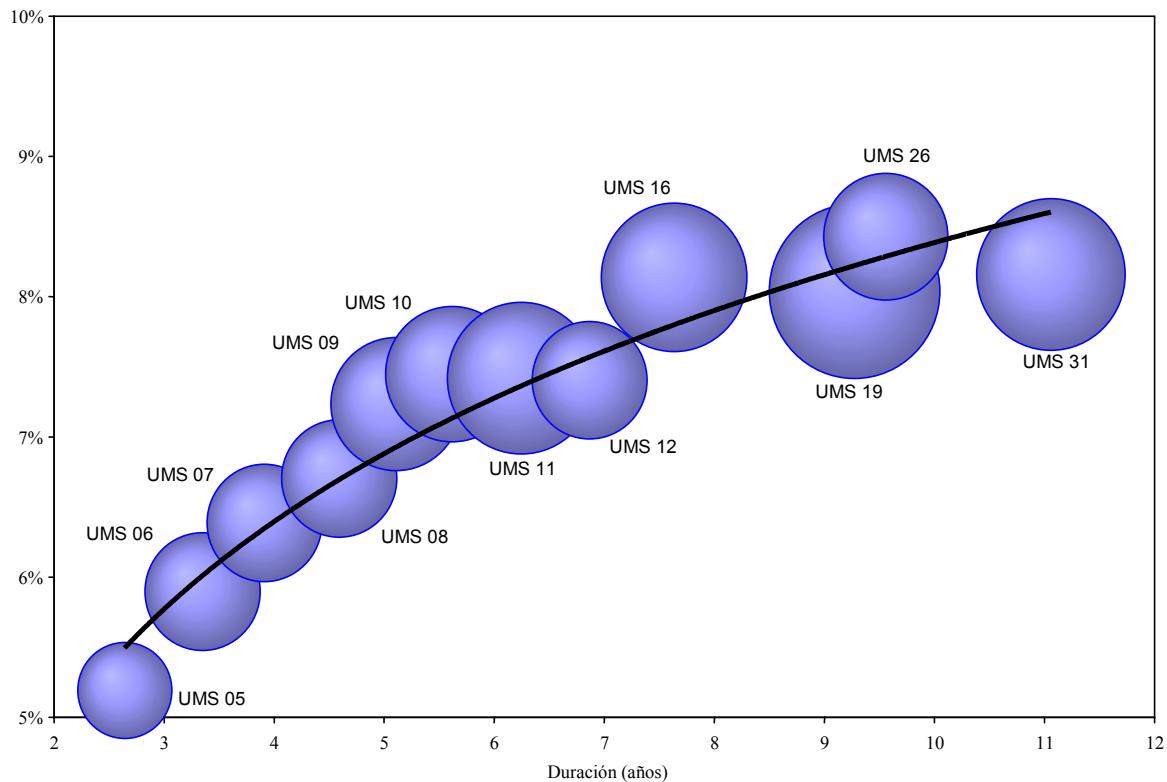
(Al 14 de enero de 2002)



728. Debido a los grandes flujos de dólares que entran y salen de México por concepto del comercio, y debido a que algunos ingresos fiscales están relacionados con dólares, el mercado externo más importante para el financiamiento del gobierno en el extranjero es el mercado del dólar. La curva de rendimiento de la cartera de deuda en este mercado es la más compleja de todas las carteras de deuda del gobierno en los mercados externos, con títulos de hasta 30 años de vencimiento y con referentes muy líquidos (véase el gráfico 12).

729. Cuando el gobierno está refinaciendo deuda o si se requiere un nuevo financiamiento, una curva de rendimiento bien definida en el mercado de dólares le permite distribuir su colocación de deuda en el tiempo. Esto ayuda al sector privado a financiarse en el extranjero, porque establece puntos de referencia para fines de comparación, facilitando así la valoración de su riesgo crediticio. El gobierno ha podido construir una curva de rendimiento que ha proporcionado al mercado información y por lo tanto le ha permitido determinar correctamente las tasas de interés de su deuda comercial a cualquier vencimiento dado. Aunque el gobierno ha logrado alcanzar esta meta en el mercado de dólares, piensa continuar haciéndolo al mismo tiempo que proporciona esta información a otros mercados, como el mercado del euro.

Gráfico 12. Curva de rendimiento del dólar en los Estados Unidos Mexicanos
(Al 13 de febrero de 2002)



730. Aun si los mercados del euro y del yen son más pequeños en comparación con el del dólar, pueden ofrecer oportunidades de arbitraje en función del margen con relación al Tesoro de los Estados Unidos una vez que estas monedas se canjean a dólares. Esto permite que el financiamiento se realice a un costo menor que el del mercado del dólar.

Información

731. México atribuye gran importancia a proporcionar información precisa y transparente a la comunidad financiera, ya sea extranjera o nacional. Con este fin, los principales funcionarios del gobierno realizan giras en capitales financieras, donde presentan los acontecimientos económicos más recientes de la economía y las proyecciones para el futuro cercano. Durante estas presentaciones, el gobierno también anuncia las nuevas políticas que ha adoptado.

732. Cuando el gobierno entra al mercado internacional con una nueva emisión de deuda, distribuye un boletín de prensa a los medios que incluye las características más importantes de la emisión de bonos, junto con comentarios sobre la manera en que la emisión cumple con la política económica y de endeudamiento.

733. El gobierno también presenta información importante para los inversionistas en su sitio en Internet (www.shcp.gob.mx). Esta información consiste de informes trimestrales que contienen estadísticas de deuda, cuadros, etc. Desde 2001, el gobierno también ha publicado informes mensuales sobre la deuda. Aunque dichos informes contienen menos información detallada, son de utilidad para dar seguimiento a las finanzas públicas y la deuda.

Tratamiento fiscal de los títulos públicos

734. El tratamiento impositivo de los tenedores de bonos emitidos por el gobierno también puede ser atractivo para los inversionistas, porque los pagos de capital y de los intereses no están sujetos al impuesto de retención en la fuente si pertenecen a una persona que no reside en México o a través de un establecimiento temporal en México.

X. REINO DE MARRUECOS⁵³

735. Como una introducción a la descripción de la gestión de la deuda pública en Marruecos, sería útil presentar algunas cifras agregadas, ilustrando las tendencias en la carga de la deuda pública y sus respectivos cargos en Marruecos.

736. A fines del año 2000, la deuda pública externa (deuda directa y garantizada) ascendió a US\$16.000 millones, que equivale al 48% del PIB o al 121% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos. La deuda pública externa se distribuye entre deuda directa y deuda garantizada del Departamento del Tesoro, en proporciones de 70% y 30%, respectivamente. Los cargos por la deuda pública externa pagada durante el año 2000 ascendieron a mas de US\$2.500 millones, es decir, al 19% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos.

737. A fines del 2000, la deuda directa del Tesoro (interna y externa) ascendió al equivalente de US\$25.200 millones, que representa un 76% del PIB, incluyendo US\$14.100 millones de deuda interna, que equivale al 42% del PIB.

738. El servicio de deuda directa del Tesoro ascendió a US\$3.700 millones, incluyendo US\$2.000 millones en deuda interna y US\$1.700 millones en deuda externa. El cobro de intereses, que ascendió a US\$1.700 millones, absorbió el 22% de los ingresos presupuestarios corrientes.

739. Durante el período 1983–1992, las autoridades marroquíes finalizaron seis acuerdos de reprogramación de la deuda con el Club de París y tres con el Club de Londres, logrando la reprogramación de US\$12.700 millones, que incluyó US\$6.900 millones con el Club de París y US\$5.800 millones con el Club de Londres. En 1993 Marruecos finalizó la serie de reprogramaciones.

A. Marco para la gestión de la deuda pública

Objetivos de la gestión de la deuda pública

740. Los objetivos que se busca obtener en el área de gestión de la deuda pública han sido establecidos teniendo en cuenta las tendencias de la situación económica y financiera de Marruecos, así como las restricciones que dicho país debe resolver. De igual manera, no fue sino hasta los primeros años de la década de los ochenta que el énfasis fue puesto en la obtención de los fondos necesarios para financiar el ambicioso programa de inversiones del gobierno central. En este contexto, y con el fin de compensar un ahorro interno insuficiente, las autoridades confiaron de manera importante en el mercado financiero internacional, en el cual existía abundante liquidez a tasas de interés favorables.

⁵³El estudio de este caso ha sido preparado por Lahbib El Idrissi Lalami y Ahmed Zoubaine, del Departamento del Tesoro y Finanzas Externas del Ministerio de Economía, Finanzas, Privatización y Turismo.

741. Con el inicio de la crisis de la deuda a inicios de los años ochenta, los objetivos de la gestión de la deuda cambiaron de manera importante, buscando luego reducir la presión sobre la balanza de pagos y el presupuesto a través de reprogramaciones de los cargos por deuda, obteniendo financiamiento en condiciones concesionarias, y confiando en los recursos internos para cubrir los requerimientos del Tesoro.

742. Las autoridades de Marruecos, una vez que se restauró la viabilidad macroeconómica a inicios de 1993, adoptaron una perspectiva mucho más dinámica con respecto a la gestión de la deuda, cuyos objetivos son:

- Financiar los requerimientos del Tesoro con optimización de costos y riesgos a través del arbitraje entre los recursos internos y externos.
- Reducir a niveles sostenibles la carga y el costo de la deuda pública existente.

Marco jurídico para la gestión de la deuda

743. Al igual que los ingresos y los gastos del gobierno, las operaciones de deuda pública, en términos de empréstitos (cuestiones de empréstitos nacionales y acuerdos de préstamos externos) así como de gastos de deuda (pagos del principal, intereses y comisiones), están sujetas al principio de autorización previa que es incorporado cada año en la ley de presupuesto.

744. Por tanto, la ley anual de presupuesto aprobada por el Parlamento incluye ciertas disposiciones específicas que autorizan al gobierno a endeudarse de fuentes externas dentro de un límite del monto total programado, y a endeudarse de fuentes internas a fin de cubrir el déficit y los requerimientos de efectivo del Tesoro. Asimismo, el Parlamento aprueba las asignaciones presupuestarias necesarias para cumplir con los pagos del principal relacionados con la deuda de mediano y largo plazo e intereses sobre el total de la deuda.

745. Por el lado de los ingresos, la autorización para obtener empréstitos es otorgada por dos decretos que acompañan a la Ley de presupuesto, con la cual el Primer Ministro otorga poder al Ministro de Economía y Finanzas o a su representante autorizado para dicho propósito, a fin de realizar los acuerdos de endeudamiento externo y proporcionar garantías por parte del gobierno al amparo del Primer Decreto, así como para emitir deuda interna bajo el Segundo Decreto.

746. Por el lado del gasto, el Ministro de Finanzas, que es el funcionario autorizado para la liquidación del servicio de la deuda interna y externa, es el que otorga poderes para realizar los pagos programados de deuda a los funcionarios de las unidades de gestión.

Marco institucional para la gestión de la deuda

747. La gestión de la deuda pública es responsabilidad del Tesoro y del Departamento de Finanzas Externas, del Ministerio de Economía y Finanzas. Específicamente, el Departamento es responsable de lo siguiente:

- Cumplir con los requisitos de financiamiento del Tesoro a través de la movilización de los recursos internos y externos que sean necesarios.
- La adquisición de empréstitos y del pago del servicio de deuda.
- Gestionar de manera dinámica la deuda existente.
- Proponer documentos legislativos y regulatorios, así como reformas relacionadas con el financiamiento del Tesoro y el mercado financiero en general.

748. A nivel externo, el Departamento del Tesoro y Finanzas Externas establece la estrategia financiera externa y coordina las tareas de negociación y movilización de los recursos implicados. Por ello, el Departamento es responsable de la negociación de los protocolos financieros, la movilización de empréstitos en conexión con la balanza de pagos y los préstamos de ajuste estructural, y ocuparse de temas relacionados con el otorgamiento de représtamos y la provisión de garantías para el endeudamiento externo. Asimismo, el Departamento se encarga de recopilar los datos sobre deuda externa relacionada con el sector público y privado.

749. A nivel interno, las tareas del Departamento son:

- Revisar temas sobre endeudamiento interno a través de la supervisión de operaciones para emitir instrumentos del Tesoro, estableciendo la cantidad necesaria a ser prestada, las condiciones de la emisión, y las modalidades de los reembolsos o amortizaciones.
- Hacer un seguimiento al saldo de deuda y reembolsar los cargos por la deuda.
- Procesar los registros relacionados con las garantías internas del gobierno central.
- Supervisar el programa para modernizar y reformar el sector financiero, e iniciar los textos legales y regulatorios que sea pertinente.

750. El papel del Banco Al-Maghrib (BAM) —el banco central— como agente financiero del gobierno consiste en:

- Recolectar los giros en moneda extranjera que estén relacionados con el endeudamiento externo, y supervisar las subastas de instrumentos del Tesoro (emisiones internas) acreditando a la cuenta corriente del Tesoro en dirham el monto equivalente de los giros externos y los montos suscritos a través del mercado de subastas.
- Realizando liquidaciones sobre la base de órdenes de pago recibidas del Departamento del Tesoro y Finanzas Externas por servicios de deuda en moneda extranjera a acreedores externos, y en dirhams a los suscriptores locales, adeudando en la cuenta corriente del Tesoro.

751. Por último, una central de depósito conocida como Maroclear fue establecida luego de la desmaterialización de los certificados de la deuda (incluidos los instrumentos del Tesoro). Maroclear es además responsable por la custodia de los instrumentos del Tesoro y

de supervisar las operaciones de subasta y entrega en conexión con la compra y venta de pagarés del Tesoro en el mercado secundario.

Marco organizacional para la gestión de deuda

752. La gestión de la deuda es responsabilidad del Departamento del Tesoro y Finanzas Externas, básicamente a través de las siguientes tres divisiones:

- *División de Operaciones del Tesoro*, cuyas principales tareas específicamente son:
 - i) preparar las proyecciones presupuestarias, hacer un seguimiento al equilibrio de las finanzas del gobierno y determinar los requerimientos financieros del Tesoro;
 - ii) movilizar los recursos internos necesarios para cubrir los requerimientos financieros realizando liquidaciones de instrumentos del Tesoro; iii) proponer reformas y medidas para estimular los mercados, y iv) procesar y verificar el représtamo de préstamos externos.
- *División de Gestión de la Deuda Externa (DGDE)*, la cual es responsable de: i) cubrir el endeudamiento externo público y liquidar el servicio de deuda del gobierno central; ii) preparar las estadísticas sobre la deuda y su análisis desagregada por sectores y también en forma agregada (sea por país, sector, divisa, etc.); iii) analizar las condiciones financieras y de endeudamiento para los préstamos, y formular propuestas para reducir tanto el servicio como el saldo de deuda, y iv) implementar actividades para el alivio de la carga de la deuda tales como el refinanciamiento de deuda onerosa y renegociación de las tasas de interés.
- *División de Reestructuración de la Deuda y los Mercados Financieros Internacionales*, la cual es responsable de: i) implementar las operaciones para el alivio y la reestructuración de la deuda tales como conversión o permuto (*swap*) de deuda por inversión pública y privada; ii) preparar el retorno de Marruecos al mercado financiero internacional e iniciar operaciones de emisión de títulos de deuda en ese mercado, iii) efectuar operaciones de permuto que impliquen la deuda actualmente incurrida.

753. El Departamento del Tesoro y Finanzas Externas posee además un subdepartamento que es responsable de movilizar y coordinar el financiamiento externo tradicional, una división encargada de realizar investigaciones sobre regulación bancaria y monetaria, y una división responsable de la balanza de pagos, es decir, de regular las operaciones financieras y comerciales externas.

754. En términos de recursos humanos, las unidades de gestión de deuda poseen un equipo de 30 profesionales altamente capacitados en temas de economía, finanzas, derecho, computación y tecnología, y estadísticas, entre otros. Estos profesionales han desarrollado una sólida experiencia en materia de gestión de deuda a través de su experiencia profesional en el área, así como a través de educación continua focalizada, sea internamente (sesiones de estudio, talleres de trabajo y seminarios de capacitación) o externamente (capacitación y cursos organizados por bancos e instituciones internacionales).

Coordinación de la política presupuestaria y la política monetaria

755. No existe ningún problema en la coordinación de la política de gestión de la deuda junto con la política presupuestaria del gobierno central y la política monetaria que implementa el banco central.

756. En esta situación, el Departamento del Tesoro y Finanzas Externas, que es responsable de la gestión de la deuda, participa de manera activa en la definición de la orientación de la Ley de presupuesto, sobre todo a nivel del déficit y los recursos para cubrirlo; la ejecución del presupuesto; y la rectificación de cualquier eventual exceso sobre la asignación presupuestaria. Igualmente, dicho departamento prepara para el gobierno proyecciones de efectivo o caja generado durante la ejecución del presupuesto, e identifica e implementa los mecanismos de financiamiento.

757. A nivel monetario, un comité conjunto supervisor tiene la labor de coordinar con el banco central, y es responsable, entre otras cosas, de definir los objetivos monetarios e inflacionarios, supervisar su ejecución, y proponer reformas y medidas para que sean promulgadas. Las directrices y medidas a ser aplicadas son presentadas a los participantes en reuniones del Comité Nacional sobre Dinero y Ahorro, llevadas a cabo en el banco central, y dirigidas conjuntamente por el Ministro de Economía y Finanzas y el Gobernador del Banco Al-Maghrib.

758. Además, siendo el principal prestatario del mercado interno, el departamento del Tesoro promueve la estabilidad del mercado de dinero principalmente a través de una presencia constante en el mercado de liquidaciones, y a través del anuncio de sus requerimientos financieros para proveer de una visibilidad máxima en el mercado. Esto es de suma importancia en tanto que la curva de la tasa de interés de los bonos del gobierno se ha convertido en una referencia del mercado financiero de Marruecos en general, sobre todo en materia de remuneración de instrumentos financieros y de ahorro.

Transparencia y comunicación

759. El Ministerio de Economía y Finanzas, luego de la conferencia de prensa anual sobre política de financiamiento que se lleva a cabo luego de la aprobación de la Ley de presupuesto, evalúa la situación del endeudamiento presentando ciertos resultados y estadísticas importantes sobre la deuda para el año que finaliza, y anuncia cuáles son los objetivos establecidos para cubrir los requerimientos de financiamiento del Tesoro para el año fiscal en ejercicio, así como las medidas y acciones que serán implementadas en el área de financiamiento.

760. Algunos datos estadísticos sobre deuda del Tesoro, tales como giros, amortizaciones, y saldos pendientes, son publicados en Internet (www.mfie.gov.ma/dtfe/tbstat.htm) en la nota sobre coyuntura económica (resumen económico) publicada mensualmente por el Departamento del Tesoro y Finanzas Externas.

761. Las autoridades de Marruecos también informan anualmente al Banco Mundial sobre los datos de deuda pública externa (formularios I y II de notificación de datos) para su posterior publicación como estados resumidos, y procuran suscribirse a las normas especiales para la divulgación de datos (NEDD) del FMI.

762. Adicionalmente, el Departamento del Tesoro y Finanzas Externas organiza de vez en cuando reuniones para diversos participantes en el mercado interno y, en particular, el banco central y agentes de transacciones (operadores de valores del Tesoro, OPCVM (fondos mutuos), empresas de corretaje de valores, etc.) para mejorar la comunicación y la transparencia en la política de endeudamiento. Los temas que se discuten están básicamente relacionados con fundamentos macroeconómicos, el desarrollo del mercado financiero (tales como la liquidez en el mercado y la curva de la tasa de interés) y propuestas de reforma.

763. Además, mientras buscan alcanzar los objetivos trazados, el Departamento del Tesoro y Finanzas Externas realiza anuncios mensuales sobre los montos a ofrecer en el mercado de liquidaciones, así como los resultados en términos de monto, tasas de interés y vencimientos.

Compilación de datos sobre deuda

764. El Departamento del Tesoro y Finanzas Externas es responsable de la compilación y centralización de los datos de la deuda pública. Los datos proporcionados al departamento son complementados y verificados con cierta regularidad con información proporcionada por:

- Varios departamentos del Ministerio de Economía y Finanzas, en particular, el Departamento de Presupuesto, el Fondo de Garantía Central y la Oficina de Divisas.
- El banco central en lo que se refiere a notas de crédito y débito relacionadas con giros y reembolsos de deuda del Tesoro.
- Empresas públicas beneficiarias de una garantía del gobierno, por los datos sobre su adquisición de préstamos externos.
- Acreedores.

765. La compilación de datos sobre deuda pública no representa mayor problema pues los canales para que dicha información sea presentada de manera sistemática se encuentran bien establecidos, y los procesos de endeudamiento —externos (compromiso de pago, desembolso, y reembolsos) e internos (suscripción y reembolsos)— están centralizados por el Ministerio de Economía y Finanzas.

766. En lo que se refiere a la deuda externa garantizada por el gobierno central, los problemas en la compilación de datos son solucionados registrando información acerca del tema de las garantías y repartiendo una circular del Ministerio de Economía y Finanzas que establece un requerimiento para que las empresas públicas inscriban sus acuerdos de financiamiento externo en la División de Gestión de la Deuda Externa, y archivar los informes mensuales o trimestrales con la División, empleando los formularios estándar para la declaración de datos que son provistos para dicho propósito.

767. Para la deuda con garantía interna, la compilación de datos tampoco representa mayor problema dado que las garantías son otorgadas por un decreto del Primer Ministro y una decisión del Ministerio de Economía y Finanzas que establece el monto máximo de cada emisión. Adicionalmente, las operaciones de garantía han implicado solo unas pocas instituciones públicas y las emisiones de títulos han sido suscritas por organismos gubernamentales y compañías de seguros.

768. Basándose en información recopilada a nivel del sistema bancario, la Oficina de Divisas se encarga de compilar las estadísticas sobre deuda privada. Para ello, se debe completar un formulario por cada una de las operaciones de endeudamiento externo que realice cada cliente, así como los movimientos relevantes que efectúe. De igual manera, junto con el sistema bancario, se realizó una campaña de toma de conciencia, en la cual empresas grandes fueron informadas acerca de la necesidad de que presenten este tipo de información directamente a la Oficina de Divisas.

Computación de la gestión de la deuda

769. Una empresa de investigación de Marruecos diseñó un sistema computarizado para la gestión de la deuda pública externa (tanto del gobierno central como de empresas públicas), el cual entró en operaciones a mediados del año 1993, siendo luego ampliado a actividades de deuda interna y préstamos. Este sistema ha sido desarrollado sobre la base de un sistema de relaciones de gestión de base de datos conocido como Informix, el cual opera en una Unix multipropósito, en un entorno para múltiples usuarios. Un generador del programa es utilizado para facilitar el mantenimiento y el desarrollo del sistema de gestión, lo que es responsabilidad de la unidad del Departamento del Tesoro y Finanzas Externas.

770. El sistema fue auditado en el año 1997 por un experto de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), quien lo consideró satisfactorio en los aspectos de diseño, funcionamiento y funcionalidades. Es más, el sistema cumple con los requerimientos para la actual gestión, incluyendo el establecimiento de una amplia base de datos sobre deuda, el cálculo y la generación de esquemas de reembolso y amortizaciones, la emisión de órdenes de pago y la cobertura de los pagos. El sistema también puede ser utilizado para producir un complemento integral de estados estadísticos requeridos para la gestión, análisis, y preparación de los informes que se utilizarán como ayuda para la posterior toma de decisiones.

771. Este sistema fue recientemente actualizado con la finalidad de:

- Incorporar operaciones activas de gestión de deuda que hayan sido implementadas, tales como la conversión de deuda en inversiones, prepagos y cancelaciones.
- Reflejar la introducción del euro pero manteniendo todas las transacciones previas en su divisa original.
- Inscribir las transacciones de permuta, y especialmente las permutas de monedas y de tasas de interés a ser iniciados junto con la gestión de riesgos.

772. En el área de procesamiento de datos estadísticos, el sistema produce informes estadísticos estándar sobre deuda: teóricos (basados en cronogramas y condiciones iniciales), actuales, o proyectados; también produce informes sobre saldos pendientes, servicio de deuda (el principal, intereses y comisiones), y giros, desglosados por prestatario, prestamista, divisa, tasa de interés, etc. El sistema también puede ser utilizado para producir los formularios I y II para notificación de datos del Banco Mundial y para generar comisiones de deuda del Tesoro a incorporarse en la Ley de presupuesto.

B. Estrategia de gestión de la deuda

773. Luego de una década de ajuste estructural y reprogramación de la deuda externa, las autoridades de Marruecos han logrado reducir la vulnerabilidad del país fortaleciendo de manera significativa el equilibrio económico y financiero, y finalizando el ciclo de reprogramación de deuda en 1993.

774. No obstante, la carga de la deuda ha permanecido alta, y el saldo de las transacciones inducidas por la deuda pública externa (amortizaciones más intereses menos giros) durante el período de 1993 a 1997 ha ocasionado una considerable salida de transferencias, las cuales superaron los US\$1.500 millones por año. Se esperaba que estas transferencias se incrementaran de manera importante con el inicio de los reembolsos del principal de la deuda que fue reprogramada en 1999 con el acuerdo del Club de Londres y el quinto arreglo con el Club de París, y del sexto acuerdo con el Club de París en el año 2001.

775. Como resultado de esta tendencia en la deuda, y además considerando las mejoras obtenidas en el marco macroeconómico, Marruecos ha adoptado una estrategia activa de gestión con respecto a su deuda con tres principales herramientas, descritas a continuación.

Trato de la deuda externa del Tesoro

776. Desde el año 1996, el trato de la deuda externa del Tesoro implicó un saldo de deuda de más de US\$2.000 millones (20% de la deuda externa del Tesoro). En este caso, se emplean los dos mecanismos siguientes.

Conversión de deudas en inversiones

777. Este mecanismo se aplica tal como lo estipulan los procedimientos del Club de París. Los dos últimos acuerdos de reprogramación (el quinto y el sexto) finalizados con el Club de París estipularon que los prestamistas puedan vender o intercambiar los montos de los préstamos pendientes reprogramados y que sean elegibles para reprogramación con un límite máximo del 100% de la deuda pública y 10% ó US\$10 millones de deuda comercial. Este último límite se incrementó a 20% en 1997, y fue luego aumentado a 30% ó US\$40 millones en 1999. Esta venta o intercambio se realizaría en el marco de permuta de deuda por naturaleza, por programas de asistencia, por capital u otras permutas de deuda en moneda local.

778. Para implementar estas disposiciones fue necesario identificar i) las deudas potenciales de ser reprogramadas que sean adecuadas para operaciones de permuta clasificadas por el país prestamista, y ii) las acciones que deben tomarse para convencer a esos países de la ventaja que conlleva el mecanismo de conversión de deuda tanto para el acreedor como para el deudor.

779. En este caso se han implementado dos tipos de conversión:

- Conversión de deuda por inversión pública. El acreedor cancela un monto establecido por acuerdo de la deuda reprogramada, y Marruecos utiliza el valor de contrapartida del monto cancelado para llevar a cabo proyectos de inversión pública.
- Conversión de deuda por inversión privada. Luego del acuerdo de conversión de deuda, el inversionista extranjero presenta su proyecto de inversión a las autoridades marroquíes para su aprobación. Dicha aprobación establece un precio de redención o cancelación de un monto dado de la deuda. Luego de ello, el inversionista compra el monto mencionado de deuda al país acreedor a menor precio. Luego, éste transfiere esta deuda a Marruecos y recibe el precio acordado luego de su compromiso de ejecutar el proyecto de inversión.

Trato de deuda onerosa

780. Este trato es realizado a través del pago anticipado de deudas onerosas utilizando recursos internos o externos asociados a términos más favorables, o renegociando tasas de interés de préstamos onerosos para alinearlas con las tasas vigentes en el mercado financiero.

La implementación de este mecanismo precisa de cierto trabajo preliminar en las siguientes áreas:

- Uso de la base de datos sobre deuda y el uso de técnicas actuariales para determinar qué deuda es potencialmente onerosa, e identificar préstamos onerosos.
- Análisis de cláusulas legales en contratos de préstamo para determinar la condicionalidad de los pagos anticipados, el refinanciamiento o la revisión de la tasa de interés.
- Identificación y selección de las recursos o fuentes de financiamiento que pueden ser movilizados con condiciones financieras relevantes.
- Evaluación del valor presente de las ganancias —servicio de deuda que será ahorrado— y el potencial para la reducción anual de las comisiones por intereses generados por la operación.

781. Para aquellas operaciones que involucran el trato de la deuda/garantía de los organismos públicos, la iniciativa debe venir del Departamento del Tesoro y Finanzas Externas, o de la institución deudora. En ambos casos, el Departamento, en consulta con otros departamentos del Ministerio de Economía y Finanzas, emite una opinión sobre la operación de pago anticipado concebida basada en la evaluación de la situación financiera de la institución, y las implicancias presupuestarias que puede involucrar.

Política para movilizar el financiamiento

782. Una vez que la reprogramación finalizó, se ha dependido de manera importante en el financiamiento interno para cubrir el déficit presupuestario y las transferencias netas negativas asociadas con el endeudamiento externo. A pesar de los bajos niveles de déficit presupuestario, esta situación ha ocasionado un incremento en el saldo de deuda interna, la cual ascendió a US\$14.100 millones (representando 42% del PIB) a fines del año 2000, comparado con US\$12.500 millones (35% del PIB) a fines de 1996, y US\$8.800 millones (31% del PIB) a fines de 1993.

783. Esta política se explica por la actitud prudente de las autoridades en el área de financiamiento externo. Asimismo, esta política fue promovida por la disponibilidad de recursos en el mercado interno a tasas favorables, así como por la inquietud de las autoridades en desarrollar un mercado interno eficiente y moderno que cumpla con los requerimientos de todos los agentes que participan en la transacción en conexión con toda la reforma global del mercado financiero interno que se realizó en 1993.

784. En el caso del financiamiento externo, se estableció un enfoque altamente selectivo que se caracterizó por:

- Selección de nuevos compromisos de acuerdo con el grado de concesionalidad.
- Una mejor selección de proyectos de inversión para beneficiarse con el financiamiento de fuentes bilaterales u organismos financieros multilaterales.
- Un mejor desempeño en la ejecución de proyectos financiados.

785. Adicionalmente, con el establecimiento de una clasificación internacional por Standard and Poor's y Moody's a fin de evaluar el riesgo que representa invertir en Marruecos, se ha llevado a cabo un proceso para permitir que el país vuelva a tener acceso a los mercados financieros internacionales. Ello también se lograría a través de una familiarización con instrumentos de gestión de riesgo desarrollando las habilidades técnicas para el seguimiento de la exposición de la deuda de Marruecos a los riesgos del mercado, así como el uso de apropiadas operaciones de permuta, tal como sea requerido.

Marco para la gestión del riesgo

786. El proceso de implementar un marco para la gestión del riesgo, iniciado en 1996, implica principalmente tres factores, los cuales son descritos a continuación.

Marco institucional

787. Un estudio sobre el entorno legal ha revelado que el sistema jurídico de Marruecos no contiene ninguna disposición opuesta a la gestión dinámica de la deuda, y que, según la actual ley el gobierno está autorizado a utilizar instrumentos de cobertura de riesgos con el solo propósito de estabilizar o disminuir los costos del servicio de deuda.

788. De la misma manera, desde 1998, un decreto del Primer Ministro ha sido anexado a los textos que acompañan a la Ley de presupuesto y que conceden autoridad al Ministerio de Economía y Finanzas, o a su representante autorizado, a recurrir al endeudamiento externo para repagar deuda onerosa, así como para lograr acuerdos de permuta de moneda y tasas de interés con el objetivo de estabilizar el servicio de deuda.

789. Además, gracias a una disposición permanente en la Ley de presupuesto, se creó una cuenta especial al departamento del Tesoro para que refleje las permutas de moneda y de tasas de interés de manera separada en un espectro de varios años, y para que cubra los cargos generados por esas operaciones.

Gestión de los riesgos relacionados con la deuda externa

790. Un análisis de la estructura de la deuda externa del departamento del Tesoro muestra que dicha deuda es muy sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio y la tasa de interés, y que el riesgo de liquidez es limitado pues la deuda es amortizable y es negociada de manera exclusiva en el mediano y largo plazo.

791. En lo que se refiere al riesgo cambiario, existe cierta exposición de la deuda pues la estructura cambiaria de la deuda todavía no es la adecuada para acomodarse a la estructura del comercio exterior de Marruecos. En lo que se refiere a las tasas de interés, el riesgo se atribuye a la proporción considerable de deuda asociada a tasas de interés variables, que representa más del 36% de la deuda.

792. De la misma manera, se identificó una cartera de referencia para la deuda externa, con la cual debe converger la estructura de la deuda corriente del Tesoro, y que debe también guiar las políticas de gestión y financiamiento de la deuda externa. La estructura en moneda extranjera de esta cartera de referencia debe ser un 60% en euros, 35% en dólares de Estados Unidos, y 5% en yenes japoneses, y el componente de tasa de interés se vincula a una deuda con tasa de interés variable de 20%.

793. En este sentido, la conversión a euros de los préstamos de fondo común de monedas del Banco Mundial denominados en dólares de Estados Unidos y yenes japoneses fue llevada a cabo por un monto de US\$1.300 millones para incrementar la participación de la deuda en moneda europea.

Gestión de riesgos asociados con deuda interna

794. Luego de establecer un mercado de subastas que contenga los aspectos claves de un mercado financiero moderno, el análisis de la cartera de títulos de deuda ha traído a la luz ciertos riesgos que están relacionados con los vencimientos y las tasas de interés, y se ha implementado un programa de gestión de riesgo precisamente para gestionar los riesgos relacionados con los reembolsos, el financiamiento y las tasas de interés:

- Para poder ocuparse del tema de riesgo de reembolso, los administradores de la deuda tratan de suavizar el cronograma de pagos de deuda en la medida de lo posible, con el objetivo de evitar la acumulación excesiva de vencimientos.
- Además de suavizar el cronograma de pagos de la deuda, el Tesoro se asegura de que en conexión con la administración de fondos del gobierno, la tasa de recaudación de impuestos guarde proporción con la tasa de ejecución de los gastos. Ello puede compensar el riesgo potencial de financiamiento y permitir que el Tesoro junte a tiempo los fondos que necesita.
- En lo que se refiere al riesgo de la tasa de interés, primero debe tenerse en cuenta que los instrumentos del Tesoro se emiten a tasas fijas. Por tanto, el riesgo aparece cuando las tasas de interés disminuyen y permanecen por debajo de la tasa que se fijó en la emisión del instrumento. Para solucionar este riesgo, el Departamento del Tesoro y Finanzas Externas ha establecido el objetivo de adoptar un nivel de 25%, el cual se considera sostenible para la deuda del corto plazo. Asimismo, el Tesoro se está centrando en indexar los vencimientos de mediano y largo plazo a menores plazos. De igual manera, el Tesoro ya ha procedido con dos operaciones de endeudamiento de 10 años cada una indexadas a letras del Tesoro de 52 semanas, y actualmente se encuentra estudiando la posibilidad de emitir bonos indexados a cinco años.

Sistema de información

795. Los administradores de la deuda poseen acceso directo a la base de datos de deuda empleando estaciones Windows con el lenguaje especial GQL (Graphical Query Language), siendo posible utilizar solicitudes especialmente adecuadas para realizar análisis de datos y generar varios informes y gráficos. Asimismo, estos datos puede ser exportados a otras aplicaciones o programas informáticos (hojas de cálculo en Excel, por ejemplo) para otro tipo de procesamiento que sea requerido.

796. Esta importante flexibilidad también hace posible realizar proyecciones de mediano y largo plazo basándose para ello en distintos supuestos sobre las tendencias de las tasas de interés, tipos de cambio, o incluso ambas. De igual manera, se elaboran distintos escenarios de estrategias de endeudamiento o refinanciamiento, en particular cierto arbitraje entre el uso de recursos internos o externos, y la elección de la divisa y la tasa de interés.

797. Adicionalmente, a los gerentes del Departamento del Tesoro y Finanzas Externas se les enseñó, con el apoyo de instituciones financieras internacionales y un sistema de gestión empleado por bancos, ciertas técnicas para la gestión de distintos tipos de riesgos que son inherentes a la deuda externa, principalmente los riesgos cambiarios y de tasas de interés. Se viene preparando un modelo para la gestión de deuda interna.

C. Desarrollo de un mercado interno eficiente

798. De manera paralela con la realización del amplio programa para modernizar el sector financiero y las reformas institucionales del sistema financiero de Marruecos en el área de

movilización y asignación de recursos, es necesario revisar la política aplicada en materia de financiamiento interno, que se caracteriza por:

- La tenencia obligatoria en forma de tasas mínimas en los instrumentos del gobierno a los que el sistema bancario tuvo que suscribir a reducidas tasas de interés, que habían ascendido a 35% de los depósitos.
- El hecho de que el gobierno se endeude a tasas de interés bastante atractivas y bonos de largo plazo suscritos por el inversionista institucional.
- La total dispensa o exención de intereses acumulados por instrumentos suscritos por individuos.
- Recurrir al Banco Al-Maghrib por financiamiento adicional.

799. Para terminar con esta situación, se reformó profundamente el método de financiamiento del Tesoro, de manera que los recursos internos solicitados pudieran ser movilizados a tasas del mercado; para ello se instituyó el mercado de subastas de instrumentos del Tesoro como la única fuente de financiamiento, y a través de la implementación de medidas para eliminar distorsiones y estimular el mercado.

Eliminación de los privilegios del Tesoro

800. Comparados con otros prestatarios, los privilegios de los cuales se beneficiaba el Tesoro fueron eliminados de la siguiente manera:

- Una reducción gradual de las tenencias obligatorias en forma de tasas mínimas en los instrumentos del gobierno hasta su total eliminación en 1997.
- Haciendo que los intereses ganados por los instrumentos del Tesoro suscritos por individuos estén sujetos al impuesto corporativo (IS), o al impuesto general a la renta (IGR).
- Interrumpir las emisiones de distintos tipos de bonos a tasa de interés atractivas, operaciones de endeudamiento nacional, etc. que promuevan la segmentación del mercado y limiten la liquidez de dichos instrumentos.

Institución del mercado de subastas de los instrumentos del Tesoro

801. El mercado de subastas de los instrumentos del Tesoro, que se ha convertido en la principal fuente de financiamiento para el Tesoro, es gobernado por decreto por el Ministro de Economía y Finanzas y por un conjunto de circulares emitidas por el Departamento del Tesoro y Finanzas Externas y el Banco Al-Maghrib.

802. El Departamento del Tesoro y Finanzas Externas informa a los inversionistas sobre el cronograma mensual de subastas que se realizarán, con la siguiente frecuencia, por vencimiento:

- Cada martes, para letras de 13, 26 y 52 semanas.
- El segundo y último martes de cada mes para bonos de 2, 5, 10 y 15 años.
- El último martes del trimestre para bonos de 20 años.

803. Sin embargo, el Departamento se reserva el derecho de cancelar sesiones ya programadas o de realizar subastas adicionales. Estos cambios son anunciados con una semana de anticipación.

804. Estas subastas se realizan de acuerdo al método Holandés, que procede de la siguiente manera. Las instituciones autorizadas para presentar ofertas las envían por fax al Banco Al-Maghrib hasta antes de las 10:30 h. del día martes. Luego, el Banco Al-Maghrib presenta esas ofertas al Departamento del Tesoro y Finanzas Externas de manera ordenada y anónima. El Departamento elige la tasa de interés o el precio límite para la subasta, informando de ello al Banco Al-Maghrib. Este banco informa de manera individual a cada una de las instituciones ofertantes acerca del estado de sus ofertas. Posteriormente los resultados son divulgados a través de Reuters. Para aquellas ofertas que tuvieron éxito en la operación, los montos equivalentes son pagados el lunes siguiente a la subasta.

805. Finalmente, se ha mantenido solo emisiones de letras de seis meses para ayudar en la movilización de pequeños ahorristas. Estas letras son emitidas con un cupón por debajo de la paridad y están reservadas para individuos e instituciones no financieros. Dichas letras son emitidas de manera continua a un pequeño valor nominal, redimible luego de tres meses con solo la entrega del cupón. Dichos títulos son luego eliminados.

Impulso al mercado de subastas

806. Se han tomado ciertas acciones con el fin de estimular el mercado de subastas y mejorar la liquidez de los títulos, sobre todo a través de los siguientes mecanismos.

Designación de los negociantes de valores del Tesoro (IVT)

807. A fin de estimular el mercado de subastas y contribuir a su buen funcionamiento, ciertas instituciones han sido designadas como operadores de valores del Tesoro. Para dicho objetivo, estos operadores acuerdan informar de manera periódica al Departamento del Tesoro y Finanzas Externas y brindarles su evaluación de la demanda en el mercado interno por los títulos del Tesoro, así como suscribir a por lo menos 10% del volumen por cada período de seis meses emitido en las tres categorías de títulos.

808. En retribución, los operadores de valores del Tesoro pueden presentar ofertas “no competitivas” dentro del límite de un máximo aprobado basado en un coeficiente de compensación que es calculado para reflejar su participación en las últimas tres semanas en subastas competitivas que impliquen valores en la misma categoría.

809. Con el objetivo de incentivar a estos operadores de valores del Tesoro a que contribuyan de manera efectiva a estimular el mercado secundario, dichos operadores

adoptan el compromiso de nombrar un cierto número de líneas abarcando todos los vencimientos, todo ello en conexión con un acuerdo entre ellos y el Departamento del Tesoro y Finanzas Externas.

Introducción de emisiones por asimilación

810. El Departamento del Tesoro y Finanzas Externas presentó la técnica de emisiones por asimilación para desarrollar el mercado secundario para los valores del Tesoro e incrementar su liquidez. Esta técnica consiste en anunciar el cupón por adelantado, relacionando nuevas emisiones con líneas ya existentes para así establecer recursos considerables y reducir el número de líneas emitidas.

Introducción de comunicación mejorada con los socios

811. El Departamento del Tesoro y Finanzas Externas optó por establecer un contacto permanente con la comunidad financiera para mantenerse al mismo nivel de sus intervenciones en el mercado.

812. Para cumplir con ese propósito, se han llevado a cabo reuniones periódicas entre los distintos participantes, es decir, el departamento del Tesoro, el Banco Al-Maghrib, los operadores de valores del Tesoro y los agentes que participan en las transacciones del mercado secundario (fondos mutuos, empresas de corretajes de valores, etc.) por comunicaciones más efectivas.

813. Es más, en conexión con el acuerdo entre el departamento del Tesoro y los operadores de valores del Tesoro, con cierta frecuencia se organizan reuniones con estos operadores para discutir la situación del mercado y cualquier tipo de problemas que las instituciones puedan encontrar. Asimismo el Departamento del Tesoro coordina con los operadores de valores del Tesoro en conexión con la implementación de nuevas medidas orientadas a desarrollar el mercado de subastas.

XI. NUEVA ZELANDIA⁵⁴

814. La Oficina de Gestión de la Deuda de Nueva Zelanda (New Zealand Debt Management Office – NZDMO) fue creada en 1988 con el objeto de mejorar la gestión de los riesgos asociados a la cartera de deuda del gobierno. Está encargada de administrar la deuda pública, los flujos de caja globales en valores netos y algunos de los activos que devengan intereses dentro de un marco apropiado de gestión de riesgos.

815. En el presente documento se reseña la evolución de la gestión de la deuda pública en Nueva Zelanda, el marco de gestión de la cartera y los riesgos en el que opera la NZDMO, y la evolución del mercado de títulos públicos.

A. Creación de un marco institucional y de gobernación sólidos

Objetivo de la NZDMO

816. La NZDMO tiene por objeto maximizar el rendimiento económico a largo plazo de la deuda y los activos financieros del gobierno, en el contexto de la estrategia fiscal del gobierno, particularmente su aversión al riesgo. Dicho objetivo requiere que la NZDMO equilibre los posibles riesgos incurridos al minimizar los costos.

817. En términos de administrar la cartera de deuda del gobierno, la NZDMO adopta un enfoque basado en la aversión al riesgo, por varias razones. Por ejemplo,

- Las evidencias sugieren que las personas tienden a mostrar aversión al riesgo en sus decisiones, y esperan que el gobierno refleje esa preferencia al administrar sus intereses.
- Las pérdidas incurridas en la cartera del gobierno imponen costos que los contribuyentes no pueden evitar.
- El gobierno no tiene una ventaja comparativa sobre otros participantes en el mercado cuando procura derivar un rendimiento adicional de su gestión de cartera, excepto por su posición privilegiada como institución exenta de impuestos y regulación, que la NZDMO no considera ético explotar.

818. El objetivo de gestión de la deuda ha cambiado a lo largo del tiempo; las primeras versiones hacían hincapié en la reducción de los riesgos. Esa posición reflejaba los niveles de deuda significativamente más elevados de fines de los años ochenta y principios de los noventa, y el hecho de que casi la mitad de la deuda estaba denominada en monedas extranjeras. Desde entonces, la deuda neta se ha reducido en un 65%, y se ha eliminado la exposición en materia de monedas extranjeras.

⁵⁴El estudio de caso fue preparado por Greg Horman, de la Oficina de Gestión de la Deuda de Nueva Zelanda.

Responsabilidades de la NZDMO

819. Las principales responsabilidades de la NZDMO son las siguientes:

- Formular y mantener un marco de gestión de cartera que promueva los objetivos del gobierno en materia de gestión de la deuda.
- Financiar las necesidades de endeudamiento bruto del gobierno, administrar los activos en moneda extranjera necesarios para satisfacer los pagos netos de interés y capital en moneda extranjera, y liquidar y contabilizar todas las transacciones relacionadas con la deuda.
- Administrar los seis principales tipos de riesgos —de mercado, crediticio, de liquidez, de financiamiento, operativo y de concentración— de manera coherente con la estrategia fiscal del gobierno y las políticas internas de la NZDMO.
- Determinar la estructura de la cartera en términos de monedas, vencimientos y exposición al crédito que sean coherentes con la aversión al riesgo del gobierno, teniendo en cuenta los costos.
- Implementar un marco sólido para medir los resultados ajustándose al riesgo.
- Maximizar el valor agregado de la cartera, ajustándose al riesgo, sujeto a los límites fijados con respecto a la exposición al mercado, al crédito y la liquidez.
- Efectuar desembolsos en efectivo a los departamentos del gobierno y facilitar la gestión de caja de dichos departamentos.
- Efectuar préstamos a las organizaciones gubernamentales y empresas de propiedad del Estado, y facilitar y ejecutar transacciones en instrumentos financieros derivados, de acuerdo con la política del gobierno.
- Proveer asesoramiento a otras áreas de la Tesorería de Nueva Zelanda, otros departamentos del gobierno y organizaciones gubernamentales en materia de mercados de capital.
- Proporcionar estimaciones del servicio de la deuda e informes contables para preparar pronósticos fiscales e informes.
- Mantener y mejorar, cuando corresponda, las relaciones con inversionistas que sean tenedores o tenedores potenciales de títulos del Gobierno de Nueva Zelanda, intermediarios financieros y organismos internacionales de calificación crediticia.

Creación de la NZDMO

820. La NZDMO se creó porque el gran volumen de deuda pública ocasionaba considerables riesgos para los contribuyentes, y tales riesgos debían manejarse en forma integral.

821. A partir de los años setenta, los grandes déficit fiscales pasaron a ser habituales en Nueva Zelanda, y la ineficacia de la política monetaria se tradujo en una de las más elevadas tasas de inflación de la OCDE. A principios de los años ochenta se congelaron los precios y salarios, y la política monetaria comenzó a aplicarse principalmente a través de controles directos y regulación. Al mismo tiempo, para limitar la tasa de crecimiento monetario, las

instituciones financieras se vieron sujetas a directrices generales sobre el crecimiento de los préstamos, que en su mayoría resultaron ineficaces en la práctica. Se aplicaron medidas cada vez más restrictivas, incrementándose los requisitos de reserva de los bancos y aumentando la relación de títulos públicos de las empresas financieras y de construcción. En 1983 se procuró absorber el exceso de liquidez mediante subastas de títulos públicos. La eficacia del programa de subastas de neutralizar la inyección fiscal mediante una mayor tenencia voluntaria de títulos públicos se vio severamente limitada por el requisito de que no debía ejercerse una presión al alza sobre las tasas de interés. Debido a ese contexto, la mayor parte de los empréstitos del gobierno estuvieron denominados en monedas extranjeras, lo que sirvió para financiar los persistentes déficit de balanza de pagos del país.

822. Después de las elecciones celebradas en 1984, la gestión económica experimentó un notable cambio, mediante una serie de reformas macro y microeconómicas que hicieron que el sistema de precios terminara siendo la señal dominante para las decisiones sobre inversión, producción y consumo. Los principales cambios fueron:

- La eliminación de los controles sobre precios, tasas de interés y salarios.
- La libre flotación del dólar de Nueva Zelanda y la eliminación de los controles de capital.
- La reducción de las tasas impositivas marginales y la ampliación de la base tributaria.
- La eliminación de los subsidios y del apoyo a precios.
- La eliminación de los requisitos aplicables a las instituciones financieras en materia de activos de reserva.
- Una amplia desregulación.
- Una sustancial reforma del sector público.

823. Mejoró la transparencia en relación con la política fiscal, y los déficit se redujeron. Como en la mayor parte de los países de la OCDE en esa época, Nueva Zelanda no contaba con un objetivo separado sobre gestión de la deuda. Sin embargo, cada vez en mayor medida se consideraba que era preciso contar con un enfoque más profesional sobre la gestión de la cartera y los riesgos para administrar bien el saldo de la deuda del sector público, en particular el componente en divisas, que es de gran magnitud. Contra ese telón de fondo, en 1988 se creó la NZDMO con el objeto de administrar la deuda pública denominada en moneda extranjera y en dólares de Nueva Zelanda bajo la autoridad del Ministerio de Hacienda.

824. La NZDMO se estableció como unidad autónoma dentro de la Tesorería de Nueva Zelanda, y no como entidad separada, ya que en esa época se consideraba que de no ser así se perderían importantes vinculaciones. Además de elaborar pronósticos sobre el servicio de la deuda para el presupuesto y otros fines fiscales, la NZDMO proporciona una serie de servicios de asesoramiento sobre mercados de capitales a otras secciones de la Tesorería. Su ubicación dentro de la Tesorería también permite vigilar estrechamente la evolución de la NZDMO y su eficacia en la gestión de las carteras de activos y pasivos del gobierno.

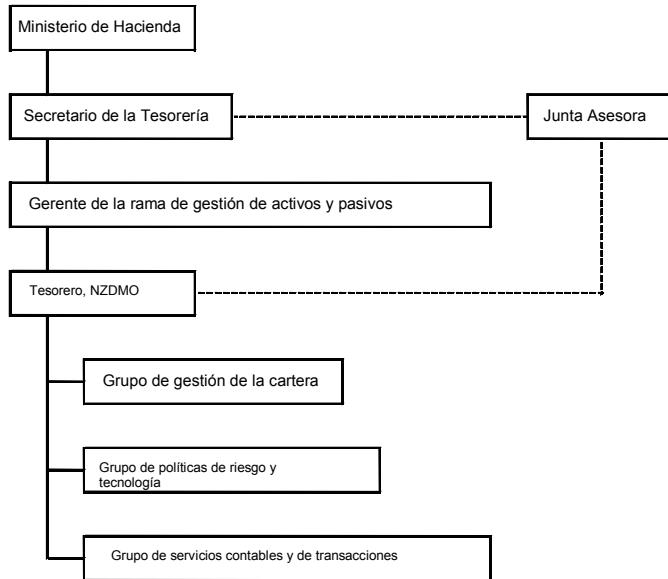
825. Como resultado de la posterior reestructuración de la Tesorería, motivada por un mayor énfasis en el balance agregado del gobierno, la NZDMO se integró más estrechamente en la estructura de la Tesorería. Desde 1997, la NZDMO ha formado parte de la rama de gestión de activos y pasivos. Las actividades que no son responsabilidad de la NZDMO incluyen la gestión de los pasivos contingentes del gobierno y el asesoramiento sobre la gestión financiera de los departamentos, las empresas de propiedad estatal y otras instituciones en las que el gobierno tiene un interés patrimonial.

Estructura de la NZDMO

826. El Secretario de la Tesorería es directamente responsable ante el Ministerio de Hacienda por las acciones de la NZDMO. El jefe de la NZDMO es el Tesorero, que depende del Gerente de la rama de gestión de activos y pasivos, que tiene categoría de Subsecretario.

827. Además de la estructura normal de rendición de cuentas, las operaciones de la NZDMO también son supervisadas por una Junta Asesora, que proporciona al Secretario de la Tesorería servicios de control de calidad respecto a las actividades, el marco de gestión de riesgos y el plan de trabajo de la NZDMO. Los integrantes de la Junta se seleccionan en base a su experiencia en materia de supervisión de actividades bancarias, de gestión de cartera y de pagos; teoría de gestión financiera y de riesgos, y requisitos en materia de riesgos operativos y de divulgación de datos. En la actualidad, la Junta incluye un socio principal de una importante empresa contable, el director de una empresa asesora de actividades de tesorería y gestión de riesgos, y un académico especializado en finanzas.

828. Por su diseño mismo, la estructura de la NZDMO es similar a la de una institución del sector privado dedicada a mercados financieros, con una oficina encargada de la formulación de estrategias, una oficina de análisis y control de riesgos y una oficina de servicios auxiliares. Dicha estructura asegura una clara definición de las responsabilidades, el control de los procedimientos y la segregación de las funciones, de acuerdo con las prácticas óptimas aplicables. El Grupo de Gestión de Cartera está encargado de analizar la cartera, establecer y negociar transacciones, administrar el sistema de liquidez y desembolsos en efectivo del gobierno, y administrar las relaciones con inversionistas internacionales y organismos de calificación crediticia. El Grupo de Políticas de Riesgo y Tecnología está encargado de medir el desempeño de la NZDMO en materia de valor agregado; medición del riesgo; vigilancia del cumplimiento de las políticas de gestión de la cartera de deuda neta del gobierno; mantenimiento de un marco de gestión de cartera y de riesgos congruente con las prácticas óptimas internacionales, y mantenimiento de los sistemas de tecnología de información de la NZDMO. El Grupo de Servicios Contables y Transacciones desempeña las funciones contables y de formulación de pronósticos de la NZDMO y asegura que las transacciones se liquiden en forma puntual, eficiente y segura.



829. Cuando el gobierno mantenía una proporción significativa de su deuda en moneda extranjera, la NZDMO tenía una oficina en Londres, encargada de realizar transacciones en divisas, incluida la emisión de efectos comerciales, y de mantener las relaciones con instituciones financieras de los mercados de capitales europeos y norteamericanos. Ello permitía a la NZDMO una capacidad de transacción de 24 horas, mitigando los efectos del cambio de horario entre Nueva Zelanda y los principales mercados financieros. La oficina de Londres se cerró en 1997, después de la eliminación de la deuda neta en moneda extranjera.

830. La NZDMO tiene actualmente 24 funcionarios. Algunos servicios legales y administrativos son provistos por otros funcionarios de la Tesorería.

Marco jurídico para la obtención de préstamos

831. El marco jurídico en el cual la NZDMO lleva a cabo sus funciones comprende la Ley de finanzas públicas de 1989 y la Ley del sector estatal de 1988. En general, dichas leyes confieren atribuciones al Ministro de Hacienda, pero muchas de estas atribuciones han sido delegadas al Secretario de la Tesorería y posteriormente subdelegadas a determinados funcionarios dentro de la NZDMO. Una atribución que no puede delegarse es la facultad de obtener préstamos en nombre del gobierno, y la NZDMO recomienda y obtiene la aprobación para sus actividades de obtención de préstamos.

832. La NZDMO debe operar dentro de los parámetros estratégicos aprobados por el Ministro de Hacienda, pero gran parte de la discrecionalidad en cuanto a las operaciones diarias ha sido delegada al Tesorero de la NZDMO.

Coordinación con la política fiscal

833. La NZDMO coordina el contenido del presupuesto anual del gobierno con otras partes de la Tesorería que asesoran al Ministro de Hacienda, y prepara los documentos del presupuesto y los estados financieros del gobierno.

834. La Ley de responsabilidad fiscal de 1994 requiere que el gobierno actúe de acuerdo con los principios de una gestión fiscal responsable. La ley establece cinco principios:

- Reducir la deuda a niveles prudentes.
- Mantener la deuda en niveles prudentes.
- Lograr y mantener los activos netos del gobierno en un nivel que permita amortiguar futuros acontecimientos adversos.
- Administrar de forma prudente el riesgo fiscal.
- Mantener tasas tributarias razonablemente predecibles.

835. La ley no define lo que se entiende por un nivel prudente de deuda, sino que cada gobierno determina y da a conocer públicamente lo que considera prudente. Sin embargo, la actual meta oficial para la deuda bruta es un promedio de 30% del PIB en el ciclo económico.

Coordinación con la política monetaria

836. A mediados de los años ochenta, la gestión de la deuda ocupaba un lugar secundario con respecto a la política monetaria. En esa época, la prioridad era estabilizar la economía. Para fines de la década se creó la NZDMO, y el Banco de Reserva (el banco central) pasó a implementar independientemente la política monetaria. De acuerdo con la Ley del Banco de Reserva de 1989, el papel principal del banco central es el mantenimiento de la estabilidad de los precios.

837. La NZDMO está encargada de administrar la deuda del gobierno y de asegurar que la gestión de efectivo del gobierno se realice en forma eficiente. El Banco de Reserva tiene a su cargo la formulación y la implementación de la política monetaria. Ambas organizaciones mantienen una relación, que se formaliza mediante acuerdos interinstitucionales.

838. La NZDMO administra los pasivos del gobierno. Cumple esa función manteniendo activos financieros en la forma de depósitos bancarios y títulos negociables de primer orden. El Banco de Reserva administra las reservas en divisas del gobierno, que en julio de 2002 ascendían a \$NZ 4.900 millones, que se mantienen para mitigar serios problemas de liquidez que pudieran presentarse en el mercado cambiario neozelandés. Si bien estas reservas están disponibles para que el Banco de Reserva intervenga en el mercado cambiario cuando sea necesario, no lo ha hecho desde que el dólar de Nueva Zelanda pasó a un régimen de flotación en marzo de 1985. Las reservas en moneda extranjera se financian mediante préstamos de la NZDMO al Banco de Reserva. Un acuerdo interinstitucional aclara las

responsabilidades de ambas organizaciones, incluso en el caso de una intervención cambiaria.

839. Otro acuerdo interinstitucional entre la NZDMO y el Banco de Reserva aclara el papel del banco central cuando provee servicios a la NZDMO. El Banco de Reserva actúa como agente emisor, de registro y de pago de la NZDMO en el mercado interno. Realiza subastas de letras de Tesorería y bonos públicos por cuenta de la NZDMO, aunque ésta es responsable de todas las decisiones relacionadas con la tasa de interés de estos instrumentos. Además, el Banco de Reserva publica información sobre títulos públicos internos, que respalda el mercado de esos títulos.

840. El Banco de Reserva provee asesoramiento a la NZDMO sobre la estructura del programa de endeudamiento interno del gobierno. A su vez, ésta es responsable de asesorar al Ministro de Hacienda respecto a la magnitud y la estructura de dicho programa.

841. Una importante disposición del acuerdo relativo a la gestión del efectivo y de la deuda mayorista es que todas las funciones que cumple el Banco de Reserva como agente de la NZDMO se realizan sin referencia a consideraciones de política monetaria.

Transparencia y rendición de cuentas

842. La Ley de responsabilidad fiscal requiere que el gobierno sea explícito acerca de sus objetivos, explique cualquier cambio de dichos objetivos y asegure que se provea información financiera completa para un debate fundamentado y focalizado de la política fiscal. La ley prevé la presentación de dos documentos: el estado de política presupuestaria y el informe sobre política fiscal. El gobierno debe presentarlos al Parlamento para demostrar que sus acciones son responsables desde el punto de vista fiscal. En ellos se reseñan las intenciones fiscales a corto plazo y los objetivos fiscales a largo plazo, incluso los relacionados con la deuda bruta y neta, y se explica la congruencia de tales intenciones y objetivos con los pronósticos a cuatro años contenidos en los documentos de actualización económica y fiscal, que se publican con el presupuesto y a mediados del ejercicio.

843. Los estados financieros del gobierno se preparan de acuerdo con prácticas contables generalmente aceptadas y se dan a conocer al público. Muestran la forma en que se han utilizado los recursos públicos e informan sobre los activos y pasivos del gobierno, los ingresos y los gastos, los flujos de caja, los empréstitos, los pasivos contingentes y los compromisos. Se preparan mensualmente. Los estados financieros anuales contienen información detallada sobre el volumen de la deuda pendiente en dólares neozelandeses y moneda extranjera, el perfil de vencimientos y la estructura de tasas de interés de dicha deuda, así como los flujos de caja durante el año relacionados con la emisión, el rescate y el servicio de la deuda. Las notas contienen información sobre las prácticas de gestión de riesgos de la NZDMO y las partidas complementarias. La Ley de finanzas públicas requiere que la Oficina de Auditoría, dependiente del Parlamento, audite los estados financieros anuales presentados por el gobierno y dé un dictamen independiente acerca de los mismos.

844. Las responsabilidades de la NZDMO no están codificadas en la legislación. Durante la última década ha operado en forma autónoma del Ministerio de Hacienda, aunque ello ha sido el resultado de la costumbre y la práctica ya que la ley no prevé su independencia. La Ley de finanzas públicas y la Ley de responsabilidad fiscal no contienen disposiciones que limiten explícitamente las relaciones del Ministro de Hacienda con la NZDMO ni sus atribuciones para dirigirla.

Gestión de las operaciones internas

845. La base de operación, el objetivo estratégico, el marco de gestión de riesgos y el marco de medición de desempeño de la NZDMO están especificados en su política de gestión de cartera, y sus actividades son auditadas para verificar el cumplimiento de dicha política. Las operaciones internas se administran a través de un conjunto de políticas, requisitos de información y gestión de resultados, manuales de procedimiento, procesos establecidos, límites, delegación formal de atribuciones y obligaciones segregadas. Los administradores de la NZDMO garantizan el cumplimiento de esos controles.

846. La NZDMO cuenta con procedimientos y recursos para mitigar los riesgos que pudieran afectar sus operaciones como consecuencia de desastres naturales, fallas de infraestructura u otras perturbaciones. Se realizan rutinariamente pruebas del plan de continuidad de operaciones.

847. La Ley del sector estatal establece las normas y obligaciones generales del servicio público, y las políticas y códigos de conducta de la Tesorería fijan los lineamientos de conducta que rigen el comportamiento que se espera de los funcionarios de la Tesorería. El personal de la NZDMO está sujeto a normas adicionales de comportamiento ético que aseguran que esté libre de conflictos reales, potenciales o aparentes de intereses, y que la NZDMO se ajuste a las prácticas y a la conducta que se espera de los participantes en los mercados financieros.

848. La NZDMO recluta su personal en el sector privado y asigna un fuerte énfasis a la capacitación y el desarrollo profesional internos. Entre otras reformas del sector público aplicadas a fines de los años ochenta, figura la descentralización de las remuneraciones de los directores departamentales. Como resultado, la NZDMO está en condiciones de ofrecer condiciones de empleo que son competitivas con las que rigen en las instituciones del sector privado, en el contexto de las singulares oportunidades que pueden ofrecerse.

Sistemas de gestión de información

849. Las operaciones de la NZDMO se basan en un sistema de gestión de información que integra la oficina de formulación de estrategias, la oficina de análisis y control de riesgos y las oficinas de servicios auxiliares.

850. Los sistemas de gestión de información que utiliza la NZDMO han evolucionado a lo largo de los años. Hasta 1987, antes de la creación de la NZDMO, el registro oficial de la

deuda pendiente de reembolso y de los pagos de intereses estaba contenido en registros manuales y planillas informales que carecían de verificaciones y controles adecuados. Como resultado de las innovaciones introducidas en los mercados financieros durante los años ochenta, se determinó la urgencia de establecer un sistema eficaz de gestión de información. En esa época no existían productos comercialmente disponibles que pudieran satisfacer las necesidades más urgentes de valoración, medición de resultados y análisis de sensibilidad, debido en gran parte a la diversidad de instrumentos de la cartera de deuda del gobierno. En consecuencia, se formuló un sistema de gestión de información adaptado a las necesidades, que fue evolucionando en forma continua hasta 1997.

851. Pero para mediados de los años noventa se hizo evidente que el diseño cerrado de dicho sistema resultaría inadecuado a largo plazo. Para entonces, los sistemas comerciales habían avanzado hasta el punto en que podían satisfacer la mayor parte de los requisitos de la NZDMO. En 1995 se suscribieron contratos para la compra y el mantenimiento de un sistema comercial, cuya implementación se completó a tiempo y dentro del presupuesto en 1998. Si bien el nuevo sistema satisfacía adecuadamente las necesidades de la oficina encargada de la formulación de estrategias, fue preciso adaptarlo internamente para atender las necesidades de la oficina de análisis y control de riesgos y la oficina de servicios auxiliares. El nuevo sistema proporcionaba beneficios tangibles en cuanto a:

- Mayor funcionalidad en materia de fijación de precios, parámetros de referencia y gestión de riesgos.
- Mayor integridad del sistema.
- Menor costo de modificaciones internas, gastos generales de mantenimiento y dependencia de personal clave.

852. A lo largo de los años, el sistema se ha actualizado en forma continua con el objeto de satisfacer los requisitos de la NZDMO. Dicha actualización ha tenido lugar fuera del sistema comercial debido a que si bien, en general, el sistema comercial satisface los requisitos actuales de la NZDMO, carece de la flexibilidad necesaria para satisfacer sus necesidades futuras, cada vez más complejas. En la actualidad, la oficina está considerando su estrategia para los próximos tres a cinco años en materia de tecnología de la información. El enfoque que probablemente se seleccione consistirá de una serie de soluciones incrementales en vez de aplicarse un sistema enteramente nuevo, que supondría elevados costos y riesgos.

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

Estrategia de gestión de la deuda

853. Durante el último decenio, la NZDMO ha analizado la estructura de los pasivos del gobierno en un marco de activos-pasivos. Dicho marco tiene varios puntos de partida.

854. Un enfoque es que el gobierno debe procurar construir una cartera de deuda con el fin de proteger a toda la economía frente a toda conmoción que pudiera afectar el ingreso o el

patrimonio nacional. De acuerdo con este análisis, se considera a la deuda interna como una transferencia interna, y el objetivo es determinar una configuración de los pasivos externos netos cuyo valor disminuya frente a una conmoción que afecte negativamente el balance económico colectivo de los residentes.

855. Un segundo enfoque, más restringido, es considerar solo a los activos y pasivos que se relacionan con el gobierno como entidad. Aunque las convenciones de contabilidad pública no comprenden la publicación de un balance, puede construirse en forma hipotética.

856. Una tercera forma de definir los activos y pasivos pertinentes es adoptando definiciones que concuerden con las prácticas contables generalmente aceptadas. En esta modalidad, los activos comprenden la infraestructura física, los préstamos del gobierno, los títulos, las cuentas por cobrar, y así sucesivamente. Los pasivos incluyen, además de la deuda, las cuentas por pagar, las reservas y los pasivos jubilatorios sin financiamiento previsto.

857. Con el fin de ayudar a identificar las características de una cartera de pasivos de bajo riesgo, la NZDMO investigó las prácticas óptimas del sector privado y la literatura académica. Se llegó a la conclusión de que las decisiones sobre la gestión de los activos y pasivos del gobierno debían tomarse con referencia al balance del gobierno. En particular, las características de riesgo de los pasivos del gobierno deben acercarse lo más posible a las características de riesgo de los activos del gobierno.

858. Teniendo en cuenta ese principio, la NZDMO contrató a especialistas en teoría de la duración con el fin de cuantificar las características de riesgo de los activos del balance del gobierno. Si bien hubo considerables errores estándar alrededor de las estimaciones de la sensibilidad de los activos a la tasa de interés, surgieron tres importantes recomendaciones, que se implementaron en el curso de los años noventa:

- La duración de los activos tiende a ser bastante prolongada, lo que implica que la cartera de deuda también debe tener prolongada duración.
- Los activos son sensibles a los cambios en la tasa de interés real, lo que implica que se justifica la emisión de alguna deuda indexada en función de la inflación.
- Los valores de los activos no son sensibles a las fluctuaciones cambiarias, lo que implica que existen escasas razones para mantener deuda en moneda extranjera en la cartera de deuda del gobierno.

859. Estas conclusiones también están respaldadas por consideraciones de nivelación de los impuestos. En ese caso, el objetivo es estructurar la deuda pública como protección frente a fluctuaciones en la base tributaria, con miras a estabilizar en el tiempo las tasas tributarias y reducir el costo de la pérdida de eficiencia. Los flujos de ingresos del gobierno muestran poca sensibilidad al tipo de cambio, lo que implica que debe reducirse el nivel de la deuda en moneda extranjera. De igual forma, la susceptibilidad de Nueva Zelanda a las conmociones negativas en la oferta, que tienen el efecto de incrementar la inflación y reducir el ingreso

real, conduciendo así a un deterioro de la situación fiscal, favorece una cartera de deuda constituida principalmente por deuda nominal a largo plazo.

860. Recientemente, la NZDMO formuló un modelo de simulación estocástica para explicar de manera más comprensible la relación entre el costo financiero de la cartera de empréstitos internos y el riesgo asociado a la misma. La NZDMO está utilizando el modelo para identificar oportunidades de reducción del costo o del riesgo de la cartera, realizar pruebas de estrés de estrategias alternativas y tomar decisiones fundadas al determinar el programa de endeudamiento de los próximos años.

861. Es probable que en el futuro, la estrategia de la deuda se vea influenciada por el actual análisis que está llevando a cabo la Tesorería, que tiene por finalidad comprender los riesgos financieros que enfrenta el gobierno, desde una perspectiva global, y la forma en que probablemente cambie el balance del gobierno a lo largo del tiempo. Los activos financieros predominarán cada vez más sobre los demás activos. Esto permitirá una mayor flexibilidad en lo que respecta a la composición deseada para satisfacer los objetivos de patrimonio, así como otros objetivos, y al mismo tiempo requerirá nuevos enfoques en la gestión del riesgo financiero a nivel de todo el gobierno.

Gestión de la deuda en moneda nacional

862. Dentro del marco de activos-pasivos, la cartera de deuda interna se caracteriza por una serie de subobjetivos o principios que respaldan el objetivo de gestión de la deuda de la NZDMO, en vez de basarse en un parámetro de referencia estratégico. Dichos subobjetivos se utilizan para administrar los riesgos y costos de la cartera de deuda interna y ayudan a la NZDMO a emitir deuda en forma eficiente en función del costo.

863. En el nivel más alto, el tema de la composición de la deuda se ha enfocado en función del balance del gobierno. Este enfoque ha contribuido a identificar los motivos que justifican las magnitudes respectivas de la deuda nominal y de la indexada a la inflación. Existen diferencias teóricas de opinión, así como considerables desafíos empíricos, respecto a dichas magnitudes. Hasta la fecha no ha sido posible identificar con precisión las proporciones de cada tipo de deuda que deben mantenerse.

864. Una razón adicional para el uso de un conjunto de subobjetivos para administrar la cartera de deuda interna es que los modelos existentes de valoración de los riesgos no consideran la relación entre los diferentes tipos de riesgos ni ayudan a la NZDMO a comprender las preferencias del soberano en materia de riesgos y del nivel apropiado de endeudamiento, las implicaciones para la economía de Nueva Zelanda en su totalidad, o los aspectos de equidad intergeneracional.

865. A continuación figuran algunos de los principios para la gestión de la cartera de deuda en dólares neozelandeses:

- Para administrar el riesgo de refinanciamiento, la NZDMO mantiene un perfil de vencimientos relativamente equilibrado para la deuda a plazo, a lo largo de la curva de rendimiento, con el fin de reducir la presión sobre el mercado de bonos internos cuando la oferta aumenta inesperadamente, y de proporcionar al gobierno mayor flexibilidad en un entorno de superávit fiscales.
- El programa de financiamiento se calcula sobre la base del efectivo requerido en un ejercicio.
- La NZDMO crea bonos de referencia de alrededor de \$NZ 3.000 millones con el fin de mejorar la liquidez en el mercado y, en consecuencia, reducir el costo de endeudamiento del gobierno.
- En su decisión de qué bonos de referencia debe acumular en el ejercicio corriente, la NZDMO equilibra el tamaño y el número de los bonos de referencia a ofrecerse.
- Para diversificar el riesgo de tasa de interés y reducir el costo de la cartera, la NZDMO mantiene una combinación de deuda a tasa fija y flotante y recurre a los *swaps* de tasa de interés. La deuda indexada a la inflación es un componente de la cartera, y se emite cuando resulta eficiente en función del costo.
- Al emitir deuda, la NZDMO prueba las tasas de interés a lo largo del año mediante la realización de unas 10 ofertas de bonos públicos.
- La NZDMO está comprometida a actuar con transparencia, previsibilidad e imparcialidad.

866. La NZDMO procura reducir el costo de los fondos del gobierno reduciendo la incertidumbre en materia de tasas de interés y estimulando ofertas competitivas a través de un programa de subastas eficiente. De hecho, la NZDMO emite todos los títulos de deuda interna mediante subastas. La fijación de precios de reserva se utiliza en circunstancias muy excepcionales —en dos ocasiones desde 1993— con el fin de incentivar a los inversionistas a cubrir las necesidades de endeudamiento del gobierno.

867. Los bonos nominales y las letras de Tesorería se subastan a través de un sistema de precios múltiples. Desde 1999 no se emiten bonos indexados a la inflación ya que ello no resulta eficiente en función del costo. Se han subastado a través de un sistema de precios uniformes para reducir el problema de la “maldición del ganador”, que es más grande en el caso de instrumentos menos líquidos respecto a los cuales es más difícil determinar el nivel del precio.

868. La transparencia en lo que respecta a las intenciones de endeudamiento interno del gobierno se incrementa mediante la publicación de los detalles del programa de obtención de préstamos cuando se dan a conocer el presupuesto anual y la actualización fiscal de mediados del ejercicio. Por ejemplo, la NZDMO emite un comunicado de prensa que contiene cifras de los empréstitos en moneda nacional y el programa de subastas de bonos. En dicho comunicado se indican los parámetros del programa de pagarés y letras de Tesorería y se señala si la NZDMO se propone realizar transacciones de *swaps* de tasa de interés en dólares neozelandeses. La NZDMO también consulta al mercado antes de introducir nuevas políticas y prácticas, lo que reduce la incertidumbre respecto a cambios en las políticas. Ese carácter

de previsibilidad permite a los participantes en el mercado planificar con confianza y ayuda al mercado a absorber un volumen considerable de títulos públicos.

869. Si bien estos principios reducen la capacidad de la NZDMO de obtener préstamos o efectuar intervenciones en el mercado secundario con posibles beneficios basados en la oportunidad, esta limitación se ve compensada por el beneficio derivado de la transparencia.

870. Este marco de gestión de la deuda también contribuye al logro de otros objetivos de política pública. Procura estimular el desarrollo del mercado interno de capitales, y hasta de un mercado de instrumentos derivados para fines de gestión del riesgo, así como reducir el costo de capital para los prestatarios del sector privado a través del mejoramiento de la capacidad crediticia de Nueva Zelanda.

Gestión de la deuda en divisas

871. Desde que el dólar neozelandés pasó a un régimen de flotación en 1985, el gobierno ha obtenido empréstitos en el exterior solamente para financiar reservas en moneda extranjera. Todos los demás empréstitos se han obtenido en el mercado interno. Al mismo tiempo, se ha amortizado una suma superior a los \$NZ 18.000 millones de deuda en moneda extranjera, principalmente mediante recursos provenientes de la venta de activos y, desde 1994, a través de considerables superávit fiscales. La deuda neta en moneda extranjera se eliminó en 1996.

872. A menos que el Ministro de Hacienda indique lo contrario, la deuda neta en divisas se mantiene en un nivel cercano a cero. La NZDMO procura:

- Mantener un saldo en moneda extranjera para regular la liquidez.
- Proteger la deuda restante en divisas de manera eficiente y de bajo riesgo, teniendo en cuenta el balance global del gobierno.
- Financiar el Banco de Reserva en forma eficiente y de bajo riesgo, teniendo en cuenta el balance global del gobierno.
- Administrar el riesgo de financiamiento manteniendo un nivel adecuado de reservas y a través de un financiamiento diversificado y a largo plazo.

873. La decisión de reducir a cero la deuda neta en moneda extranjera resultó del análisis de la deuda pública en un marco de activos-pasivos, según el cual el valor de los activos del gobierno era sensible a las fluctuaciones de las tasas internas de interés pero no a las fluctuaciones del tipo de cambio. Otras consideraciones que se tomaron en cuenta en la decisión fueron la volatilidad de la relación de intercambio de Nueva Zelanda, así como su susceptibilidad a las perturbaciones cambiarias, de las que no era posible protegerse eficazmente en vista de la magnitud de la cartera de deuda externa global y la capacidad del mercado cambiario de Nueva Zelanda.

874. Antes de la eliminación de la deuda neta en divisas, la estrategia para esta cartera se derivó de los modelos de análisis de la media y la varianza, que mostraron que el dólar de EE.UU. era la moneda dominante cuando se procuraba reducir el riesgo. La combinación de yenes japoneses y monedas europeas era inestable, y el costo de reequilibrarla resultaba prohibitivo. En consecuencia, la NZDMO adoptó un parámetro de referencia para los pasivos netos: 50% en dólares de EE.UU., 25% en yen japoneses y 25% en monedas europeas. Estas asignaciones correspondían aproximadamente a las ponderaciones relativas del producto interno bruto de los distintos bloques monetarios y eran congruentes con una estrategia de “vender al mercado”. Para la duración de referencia de la subcartera de cada moneda, la NZDMO adoptó la duración del mercado de bonos públicos denominados en cada moneda.

Gestión estratégica y táctica de la cartera

875. La cartera es administrada desde una perspectiva estratégica y una táctica. La administración estratégica se refiere a la gestión de los parámetros generales de la cartera en función de la combinación de monedas y la sensibilidad a la tasa de interés, dentro de las limitaciones establecidas periódicamente respecto a la combinación de dólares neozelandeses y divisas en la deuda. Los parámetros estratégicos se dan a conocer en los estados financieros anuales del gobierno. El Ministro de Hacienda aprueba los parámetros estratégicos de la cartera y el programa de endeudamiento anual en dólares neozelandeses, de acuerdo con la recomendación de la NZDMO.

876. La administración táctica se refiere a la gestión discrecional de la cartera de deuda neta dentro de los límites establecidos para la cartera estratégica. Dentro de estos límites, los administradores de la cartera tienen discrecionalidad respecto a los instrumentos a utilizarse y la oportunidad de las transacciones para efectuar los movimientos en la cartera. A continuación figuran algunos de los argumentos a favor de darle a la NZDMO la flexibilidad necesaria para gestionar las posiciones tácticas dentro de los límites establecidos:

- A veces surgen imperfecciones temporarias en la fijación de precios; ello permite generar utilidades a partir de las decisiones tácticas.
- La gestión táctica de las operaciones supone un conocimiento de la forma en que operan los mercados en distintas circunstancias, lo que mejora la comprensión de la NZDMO para la gestión de la cartera. Por ejemplo, es importante mantener un flujo de información de alta calidad acerca de los mercados o sectores en los que se llevan a cabo transacciones de intermediación, pero éstas no son frecuentes. Dichas transacciones se producen cuando se realiza una sustancial proporción del valor de la gestión táctica.
- La gestión táctica permite a la NZDMO desarrollar y mantener la capacidad en materia de análisis, en las decisiones adoptadas en circunstancias inciertas, en las negociaciones y en la firma de acuerdos. El beneficio inmediato es un menor riesgo de errores cuando se realizan las transacciones, así como la proyección de una imagen más profesional a las contrapartes.

877. De acuerdo con su compromiso en favor de la transparencia, la previsibilidad y la imparcialidad, la NZDMO no realiza operaciones tácticas respecto a la cartera de deuda interna.

Gestión de riesgos

878. Con aprobación ministerial, la NZDMO lleva el marco de gestión de cartera y de riesgos en el cual opera. Dicho marco incluye el objetivo estratégico, los objetivos de la deuda en dólares neozelandeses y moneda extranjera, los instrumentos en los que puede operar la NZDMO, los límites relacionados con la utilización del riesgo crediticio y de mercado, y los requisitos de composición para la cartera de activos de liquidez.

879. La NZDMO administra seis tipos principales de riesgos: de mercado, de crédito, de liquidez, de financiamiento, operativo y de concentración.

880. La NZDMO administra el riesgo de mercado relacionado con las operaciones tácticas a través del uso de límites de valor en riesgo y de venta cuando las cotizaciones llegan a un límite mínimo (stop-loss). Mantiene el límite de valor en riesgo para la cartera táctica global y para las subcarteras de las distintas monedas. Los límites se expresan en horizontes de tiempo diarios, mensuales y anuales a un nivel de confianza del 95%, y reflejan la tolerancia al riesgo del gobierno con respecto a las actividades tácticas llevadas a cabo por la NZDMO. Dichos límites se establecen para que la NZDMO:

- Pueda llevar a cabo eficientemente sus actividades diarias dentro de los límites.
- Tenga suficiente capacidad para intermediar transacciones por cuenta de los departamentos y otras organizaciones gubernamentales y para administrar las necesidades de financiamiento del Banco de Reserva.
- Pueda absorber aumentos en el riesgo de mercado producidos por variaciones en las volatilidades y correlaciones mundiales, dentro de la tolerancia al riesgo de la NZDMO.

881. Los límites han evolucionado con la reducción de la cartera en moneda extranjera a una posición neta cero y al paso de la evolución de las prácticas óptimas internacionales. Cuando el Ministerio de Hacienda aprobó a principios de los años noventa los límites relativos a las operaciones tácticas, la exposición al riesgo cambiario y de tasa de interés se administraba separadamente, mientras que los límites actuales, basados en el valor en riesgo, reconocen los beneficios de la diversificación.

882. Los límites de “stop-loss” han sido concebidos para proteger a la NZDMO frente a nuevas pérdidas cuando las pérdidas reales alcanzan un determinado punto. Reflejan la tolerancia del gobierno respecto a las pérdidas máximas aceptables en horizontes de tiempo mensuales, trimestrales y anuales.

883. La NZDMO utiliza verificaciones *ex post* para evaluar los resultados de su modelo de valor en riesgo. Las utilidades y las pérdidas reales se comparan con las estimaciones del riesgo de mercado; se recurre al modelo para determinar su integridad y resultados. De acuerdo con las prácticas óptimas que rigen en la industria, la NZDMO complementa el modelo con pruebas de esfuerzo para comprender el impacto que ciertos acontecimientos extremos o inusitados tendrían sobre la cartera.

884. La NZDMO administra el riesgo crediticio relacionado con las contrapartes de la transacción y los emisores de títulos, mediante el uso de límites a la exposición crediticia. Como la NZDMO solo mantiene relaciones con instituciones que cuentan con una alta calificación crediticia, en las que la probabilidad de incumplimiento es baja, su principal preocupación son las pérdidas que pudieran producirse por una recalificación a la baja. El riesgo crediticio se controla además mediante la incorporación de anexos de respaldo crediticio en los acuerdos maestros de *swap* que la NZDMO celebra con sus contrapartes.

885. Debido a la naturaleza de las actividades de la NZDMO, en un día pueden liquidarse grandes montos. Por esa razón, no se imponen límites monetarios a su exposición a los bancos, custodios, agentes fiscales y operadores de transacciones. El riesgo relacionado con estas instituciones se administra a través de sus procedimientos de selección y supervisión de los agentes de liquidación de transacciones.

886. La NZDMO mide el riesgo crediticio utilizando un modelo propio de crédito, ya que cuando dicho modelo se desarrolló en 1996 no existían productos externos adecuados. Desde entonces el modelo ha sido revisado y sus insumos se han actualizado en forma periódica. El modelo puede caracterizarse como un modelo de liquidación diaria de pérdidas y ganancias, que contempla las pérdidas crediticias provocadas por variaciones en la calidad del crédito, un horizonte de tiempo multianual que abarca la vigencia entera de cada transacción, y un modelo de tipo ascendente que calcula el riesgo crediticio de cada transacción individual, para luego incorporarlos de manera agregada a nivel de la cartera.

887. La gestión de la cartera de liquidez en divisas de la NZDMO tiene por finalidad contar con suficientes activos líquidos disponibles para satisfacer todas las obligaciones del gobierno a su vencimiento. La gestión del riesgo de liquidez se realiza a través de políticas que requieren que la NZDMO mantenga activos en cantidad y calidad apropiadas.

888. Para administrar el riesgo relacionado con los empréstitos en dólares neozelandeses, la NZDMO establece un perfil de vencimientos relativamente parejo para la deuda a plazo, a lo largo de la curva de rendimiento, con el fin de dar cabida a las necesidades de financiamiento, así como a las incertidumbres derivadas de perturbaciones fiscales, en forma flexible y sin ejercer presiones indebidas sobre las tasas de interés. Con respecto a los empréstitos en moneda extranjera, la NZDMO establece un perfil de vencimientos para la deuda a plazo que aumenta la probabilidad de que el gobierno tenga acceso oportuno a los mercados o pueda recaudar fondos a un costo aceptable.

889. La NZDMO administra el riesgo operativo en diversas formas. Las políticas sobre el riesgo operativo comprenden, por ejemplo, el procesamiento de las transacciones, los aspectos jurídicos y de regulación, las normas éticas, la seguridad física y de los sistemas y la continuidad comercial. Están respaldadas por unas comunicaciones estrechas y por reuniones regulares a nivel directivo, que a su vez refuerzan una decidida ética de equipo. En la gestión del riesgo operativo participan además expertos independientes, tales como auditores externos, y cuenta con el respaldo adicional de iniciativas específicas. La gestión del riesgo operativo se basa en prácticas corrientes y concesionarias, que permiten incrementar la conciencia acerca de los acontecimientos que suponen riesgos.

890. La NZDMO administra el riesgo de concentración como riesgo de segundo orden que forma parte de otros riesgos. El enfoque de la NZDMO busca asegurar una gestión prudente de las concentraciones de riesgos en el contexto de los otros riesgos individuales.

891. El marco de gestión de riesgos de la NZDMO se ha aplicado desde que se creó la oficina. Sin embargo, su implementación ha estado y está sujeta a un constante perfeccionamiento en la medida en que lo permiten los recursos y mejora la tecnología de la información y las técnicas analíticas. Ha sido necesario fijar prioridades para asegurarse de que los escasos recursos disponibles se asignen en primer lugar a la gestión de los riesgos más significativos y de que se cubran los riesgos fundamentales. Además, periódicamente, la NZDMO encomienda a expertos externos la revisión de su marco y prácticas de gestión de riesgos, incluidos los parámetros estratégicos de la cartera.

Medición de resultados

892. La NZDMO mide su desempeño sobre la base de ajustes en función de los riesgos. El régimen de medición de los resultados tiene las siguientes ventajas:

- Provee a la administración de la NZDMO información sobre la magnitud del riesgo relacionado con decisiones discretionales y contribuye a la búsqueda de financiamiento alternativo o estrategias de inversión.
- Proporciona a los administradores de cartera información que les ayuda a administrar los riesgos controlables bajo su responsabilidad, e información sobre la calidad de sus decisiones.
- Proporciona la información necesaria para generar estructuras de incentivos que aseguren que los incentivos del personal concuerden con los de la NZDMO.

893. La NZDMO utiliza la medición de los resultados para fines de gerencia interna, entre otros, para la asignación de recursos y la evaluación del rendimiento de los empleados. No constituye un requisito según las prácticas contables generalmente aceptadas, que determinan el marco de las actividades de información pública de la NZDMO. Por esa razón, los resultados de la medición no se dan a conocer al público.

894. Como se señaló anteriormente, la cartera global administrada por la NZDMO se divide en carteras estratégica y táctica. La medición de los resultados se aplica solamente a las carteras tácticas, que se consideran carteras de “resultados”, mientras que las carteras estratégicas no lo son. Toda actividad relacionada con empréstitos en moneda nacional es estratégica. Las pérdidas y ganancias diarias de cada cartera táctica se calculan como equivalentes a la diferencia de un día al otro en el valor actual de la cartera.

895. En 1999, la NZDMO puso en práctica un régimen de fijación de precios de transferencia (FPT) para asignar la variación de la valoración de fin de día entre un período y el siguiente. La FPT permite transferir transacciones y posiciones de riesgo, de conformidad con reglas convenidas, entre una subcartera y otra, y realizar el seguimiento del valor agregado por actividades. Antes de implementarse ese programa, los resultados se medían con relación a una cartera sombra o de referencia. También se medían solo sobre la base de costo respecto a las transacciones cambiarias, de inversión y de gestión de la liquidez. La introducción de la FPT permitió medir los resultados ajustándolos en función de los riesgos.

896. El valor agregado —es decir, las pérdidas o ganancias— se mide para cada día, mes, trimestre y ejercicio, por carteras tácticas y por monedas. Las posiciones de riesgo se miden contra el parámetro estratégico de referencia de la deuda neta en divisas igual a cero. Se calcula la utilización del riesgo para toda la cartera táctica, y también por moneda.

897. La medición de resultados en función del riesgo (MRFR) se refiere al rendimiento de la gestión táctica en relación con el riesgo asumido para lograr ese rendimiento. Además de proporcionar información sobre las utilidades y pérdidas y la utilización del riesgo, la MRFR ofrece datos que la NZDMO puede utilizar para evaluar los resultados de las actividades de gestión de la cartera táctica. El efecto práctico de la MRFR es estimular a quienes realizan la gestión de la cartera a que asuman riesgos solo cuando los beneficios potenciales son elevados en comparación con la magnitud del riesgo.

898. El rendimiento de los resultados ajustados en función del riesgo se define como el valor agregado neto dividido entre el capital de riesgo hipotético. El valor agregado neto explica las pérdidas y ganancias y reconoce los gastos incurridos en la gestión táctica. Se define como el valor agregado bruto menos los gastos atribuibles a la gestión táctica. El capital de riesgo hipotético explica la utilización del riesgo de mercado, crediticio y operativo. El riesgo de mercado se mide con relación a la posición estratégica de la deuda neta en divisas igual a cero, y se basa en el valor en riesgo promedio mensual total. El riesgo crediticio se mide con relación a una posición crediticia libre de riesgo, que la NZDMO define como una cartera expuesta únicamente a entidades de clasificación AAA, y se basa en la desviación mensual promedio del parámetro de referencia de AAA. Se estima utilizando el modelo de riesgo crediticio de la NZDMO. Se supone que el riesgo operativo es igual a cero o al máximo del riesgo crediticio o de mercado, ya que la NZDMO carece de un modelo para cuantificar dicho riesgo.

899. Los resultados ajustados en función del riesgo se calculan mensualmente. La NZDMO compara los resultados corrientes ajustados en función del riesgo con los resultados

históricos, en vez de un parámetro de referencia estático. Los resultados anuales ajustados en función del riesgo se miden como el promedio móvil de los rendimientos mensuales durante los 12 meses anteriores.

C. Desarrollo de mercados de títulos públicos

900. En 1989, la deuda neta en moneda extranjera ascendía a \$NZ 13.000 millones equivalentes al 19% del producto interno bruto y al 43% de la deuda neta total. Dadas las necesidades de endeudamiento del gobierno en ese momento, el margen para reducir la exposición en divisas de la deuda pública (con el objeto de satisfacer los objetivos contables de la NZDMO) se veía limitado por la capacidad del mercado neozelandés de absorber empréstitos adicionales. Ello hizo que la NZDMO asignara una alta prioridad al desarrollo del mercado de deuda interna.

901. Ya estaban dadas las condiciones previas necesarias relativas a la regulación y a la infraestructura del mercado de valores. Desde hacía tiempo existía un marco jurídico sólido, así como prácticas contables y de auditoría apropiadas. Los sistemas bancario, de compensaciones y de liquidaciones eran eficientes, y existía un banco central independiente, capaz de implementar la política monetaria y administrar la liquidez del mercado.

902. Para desarrollar el mercado primario de títulos públicos, la NZDMO asumió un decidido compromiso en favor de la transparencia, la previsibilidad y la imparcialidad en sus actividades, como se señaló anteriormente.

903. En 1988, el Ministro de Hacienda accedió a concentrar la emisión de bonos en emisiones de referencia de títulos estandarizados de gran volumen, con la finalidad de reducir el costo del servicio de la deuda mediante una mayor liquidez en el mercado y así atraer a aquellos inversionistas que requieren mayor liquidez. Hasta ese momento, el mercado de deuda interna estaba constituido por numerosos tramos de volúmenes relativamente pequeños. Para 1993 se había transformado en un mercado con ocho vencimientos de referencia, cada uno con un volumen en circulación de hasta \$NZ 2.500 millones. Ese perfil persiste hasta la fecha, aunque en la actualidad el volumen máximo en circulación es de alrededor de \$NZ 3.000 millones.

904. Cuando se establecieron por primera vez los bonos de referencia, una consideración importante que se tomó en cuenta es que, normalmente, el vencimiento de los bonos con gran volumen de circulación conlleva una importante salida de recursos del gobierno al sector privado; esto requiere un cuidadoso manejo por medio de las operaciones de gestión de la liquidez del Banco de Reserva. En Nueva Zelanda, el volumen de los bonos de referencia es grande con relación al tamaño de la economía; alcanzan alrededor del 3% del producto interno bruto, de manera que su rescate representa un importante flujo a través del sistema financiero. El Banco de Reserva también realiza operaciones de recompra pasiva en el mercado abierto, con fechas de vencimiento que coinciden con el vencimiento de un bono de

referencia. Varios bonos de referencia han vencido desde 1993, y este proceso ha funcionado adecuadamente, sin provocar distorsiones en el mercado de efectivo.

905. Para acelerar la acumulación de bonos de referencia, en 1989 la NZDMO introdujo un proceso de canje de bonos que comprendía la emisión de nuevos bonos de referencia a cambio de los bonos ilíquidos existentes. El proceso utilizado incluyó subastas inversas (típicamente cuando se abría inicialmente una ventanilla de canje), y negociaciones con inversionistas individuales. La tasa de interés de estas negociaciones se definió como un diferencial respecto a la curva de los bonos de referencia, ajustado en base a la duración. En algunos casos el ahorro para el gobierno fue sustancial, de hasta 30 centésimos de punto porcentual por año.

906. Una evolución ulterior fue la postergación del vencimiento de los títulos públicos, con el fin de reducir el riesgo de financiamiento. El parámetro de referencia original era de 5 años. En 1990 se introdujo un parámetro de 7 años, y en 1991 uno de 10 años. Cada extensión sucesiva se basó en un criterio relacionado con el nivel de demanda en el mercado y, en el caso de Nueva Zelanda, estuvo estrechamente relacionada con la desinflación. El vencimiento a 10 años se ha convertido en un importante punto de referencia para los inversionistas internacionales sobre los precios en el mercado, ya que constituye un punto común de comparación entre los distintos mercados.

907. La NZDMO no ha considerado necesario introducir operadores primarios, ni agentes creadores de mercado designados oficialmente, para asistir en la distribución de títulos. Más bien, la NZDMO ha considerado que resulta más eficaz crear un mercado de títulos públicos sobre la base de las decisiones comerciales de los propios participantes del mercado. El sistema bancario de Nueva Zelanda es eficiente y está abierto a nuevos participantes. También lo era cuando a fines de los años ochenta y principios de los noventa se desarrolló el mercado de bonos públicos líquidos. Desde hace más de un siglo, el sistema bancario se ha caracterizado por un alto grado de propiedad extranjera; asimismo, las reformas del mercado financiero que se iniciaron a mediados de los años ochenta han incluido la eliminación de los límites sobre el número de bancos registrados. A los bancos neozelandeses les ha resultado comparativamente fácil desarrollar las aptitudes y los sistemas que se requieren en un mercado de bonos internos.

908. Todos los participantes del mercado, incluso los inversionistas finales, pueden participar en las subastas, sujetos a criterios relacionados con la solvencia. El mecanismo ha funcionado adecuadamente, con un grupo básico de alrededor de seis a ocho agentes creadores de mercado que acuerdan entre sí las normas de liquidez del mercado secundario, tales como el tamaño y el diferencial de los boletos. En el mercado cambiario en dólares neozelandeses se aplica un enfoque similar.

909. Un acontecimiento ulterior que fue importante para la expansión del mercado fue la efectiva eliminación de los impuestos retenidos en la fuente aplicables a los no residentes. Desde hace tiempo, la NZDMO ha estado consciente de que éste es un aspecto que interesa a los inversionistas internacionales, aunque no había sido posible tomar acción en este sentido por consideraciones relacionadas con la política tributaria. Si bien los inversionistas podían

evitar el impuesto si no tenían en su propiedad los títulos en las fechas de vencimiento de los cupones, ese procedimiento presuponía costos e inconvenientes; asimismo, muchos inversionistas internacionales se mostraban reacios a adoptar esas medidas por razones éticas.

910. La tenencia de títulos públicos neozelandeses por parte de no residentes se incrementó marcadamente desde 1993. Según encuestas realizadas por el Banco de Reserva, las tenencias de no residentes alcanzaron un máximo de 67% en 1997, retornando al 33% en 2000. La reducción ha sido ordenada y se ha producido por varias razones, entre ellas la caída de las tasas de interés diferenciales entre el mercado neozelandés y los principales mercados, y la depreciación del dólar neozelandés, como proceso de ajuste frente a la debilidad de la posición externa.

911. Una preocupación potencial acerca del elevado nivel de participación de no residentes es el peligro de que todos estos inversionistas traten de salirse del mercado al mismo tiempo. A lo largo de los años, ha habido períodos de desinversión, pero han tendido a ser ordenados. Ello se debe en parte a que el número de inversionistas extranjeros que participa en el mercado se ha incrementado a lo largo del tiempo, de manera que la salida o la entrada de los inversionistas individuales se basa en sus puntos de vista particulares, que tienden a variar con el tiempo. Otra razón es que los sucesivos gobiernos han aplicado políticas fiscales y monetarias transparentes y prudentes, que han servido de ancla para la estabilidad del mercado.

912. Otra característica de la madurez del mercado ha sido su capacidad de enfrentar una serie de crisis en los mercados internacionales. Cuando ocurrieron acontecimientos como los de 1994, cuando se produjo la liquidación del mercado de bonos internacionales, los rendimientos se ajustaron al alza, pero el mercado siguió funcionando en forma continua y, en general, los precios se ajustaron fácilmente.

913. Un acontecimiento más reciente, que ha mejorado la eficiencia del mercado secundario, ha sido el creciente uso de operaciones de recompra. La NZDMO, junto con el Banco de Reserva, estimuló el desarrollo y el uso de acuerdos de recompra estandarizados, lo que contribuyó a ese proceso. El mayor uso de transacciones de *swap* por parte de residentes y no residentes también ha tenido un efecto sobre la liquidez del mercado de bonos.

D. Conclusión

914. Durante los últimos 13 años, la NZDMO ha encarado constantes mejoras en todos los aspectos de su gestión de la deuda pública. En la segunda mitad de ese período se produjo una considerable mejoría en las finanzas públicas y se redujeron los niveles de la deuda. Ello ha generado sus propios desafíos técnicos en lo que respecta a la remoción de la deuda y a la gestión de la incertidumbre acerca de los recursos provenientes de la venta de activos y el volumen de los superávit. Las variaciones en las políticas del gobierno y otras iniciativas han hecho de que el papel de la NZDMO se expandiera al campo de la intermediación y la gestión de riesgos. Es probable que este proceso continúe en el futuro y, aunado al mejoramiento de las técnicas de gestión de riesgos impulsado por la industria financiera, la gestión de la deuda pública en Nueva Zelanda continuará evolucionando.

XII. POLONIA⁵⁵

A. Creación de un marco institucional y de gobernación sólidos

Objetivos

915. En 2001 se modificaron los objetivos con base en una evaluación de los que estaban en vigencia y las nuevas condiciones macroeconómicas⁵⁶. Los nuevos objetivos se incorporaron en la estrategia de gestión de la deuda para 2002–2004. El cambio principal frente a la estrategia anterior fue una reorientación del enfoque aplicable a la meta de minimización de los costos: pasó de una reducción de la carga del costo en un horizonte de tres años, a una reducción al mínimo del costo a largo plazo. Los objetivos, tres principales y cuatro complementarios (contingentes), se dividen en dos grupos. El cumplimiento de las metas contingentes dependerá de la situación de los mercados financieros.

916. Los objetivos principales son:

- Reducción a un mínimo de los costos del servicio de la deuda. Se logrará mediante la selección óptima de los instrumentos de gestión de la deuda, su estructura y las fechas de emisión. El marco cronológico lo determinan los vencimientos del instrumento de gestión de la deuda con plazo más prolongado.
- Limitación del riesgo cambiario, así como del riesgo de refinanciamiento en monedas extranjeras. Se logrará principalmente mediante la reducción del porcentaje de la deuda externa.
- Optimización de la gestión de la liquidez del presupuesto del Estado.

917. Los objetivos complementarios (contingentes) son:

- Limitación del riesgo de refinanciamiento en moneda nacional. Se logrará principalmente mediante una ampliación del vencimiento medio de la deuda interna.
- Limitación del riesgo de la tasa de interés. Se logrará aumentando la proporción de instrumentos de tasa fija a largo plazo en el total de la deuda.
- Mayor flexibilidad de la estructura de la deuda. Se logrará fundamentalmente a través de la conversión de deuda no negociable en instrumentos negociables.
- Reducción de la monetización de la deuda. Se logrará incrementando la participación del sector no bancario en el total de la deuda.

⁵⁵Este estudio de caso fue preparado por el Departamento de Deuda Pública del Ministerio de Hacienda.

⁵⁶En el anexo 1 figura una descripción detallada de los objetivos anteriores.

Alcance

918. La política de gestión de la deuda aplicada por el gobierno central comprende todas las actividades relacionadas con la gestión de la deuda del Estado, que incluyen la emisión, la gestión y el servicio de los títulos del Tesoro, así como la gestión y el seguimiento de otras obligaciones del presupuesto del Estado. El efecto sobre la deuda del gobierno central (aparte de la deuda del presupuesto del Estado), así como sobre la deuda del gobierno local, es solo indirecto (salvo que se sigan procedimientos especiales de restablecimiento de políticas financieras sólidas) e incluye la aplicación de reglamentaciones legales y oficiales.

Coordinación con las políticas monetaria y fiscal

919. A efectos de coordinar la política de gestión de la deuda con las políticas monetaria y fiscal, en 1994 se estableció la Comisión de Gestión de la Deuda Pública, conformada por miembros del Ministerio de Hacienda, el Banco Nacional de Polonia (BNP) y el Ministerio del Tesoro. Las reuniones de la Comisión se realizan mensualmente y son de carácter consultivo. Sin embargo, la participación de los directores de departamentos clave del Ministerio de Hacienda y del BNP, encargados de ejecutar las políticas, imprime un importante sello de autoridad oficial a las resoluciones de la Comisión. Algunos de los temas principales que aborda la Comisión son los planes mensuales de financiamiento de las necesidades de empréstitos del presupuesto del Estado, la situación presupuestaria y la situación del mercado monetario.

920. La gestión de la liquidez se coordina entre departamentos del Ministerio de Hacienda. La coordinación está limitada por la necesidad de mantener un nivel predeterminado prudente del saldo de la cuenta (excluido el riesgo de pérdida de la liquidez), pero garantiza la reducción a un mínimo del costo alternativo de tener efectivo en la cuenta del gobierno central. Los principales instrumentos para la gestión de la liquidez son los depósitos a corto plazo basados en excedentes de efectivo, y la emisión de letras del Tesoro a corto plazo.

Marco jurídico

921. El artículo 216 de la Constitución de la República de Polonia prohíbe la aceptación de garantías y cauciones de préstamos y donaciones, por lo cual la relación entre la deuda pública (incrementada por el monto de los desembolsos previstos en concepto de cauciones y garantías) y el producto interno bruto anual superaría el 60%. Para no exceder el límite al que se refiere la regla de principios, se incorporó una disposición de contenido similar en el artículo 37 de la Ley de finanzas públicas, y se la reforzó en el artículo 45 con la definición de los denominados procedimientos de prudencia y restablecimiento, que entran en efecto si se exceden los umbrales de 50% y 55%. El Ministerio de Hacienda tiene que controlar al sector de las finanzas públicas en general y, con el fin de velar por la regla de principios, a la deuda del Tesoro del Estado.

922. La legislación básica que rige las condiciones de los administradores de la deuda del gobierno es la Ley de finanzas públicas, en virtud de la cual únicamente el Ministro de

Hacienda tiene autorización para contraer obligaciones financieras en nombre del Tesoro del Estado, reembolsar las obligaciones y efectuar otras transacciones financieras relativas a la gestión de la deuda, entre ellas, las vinculadas a los instrumentos financieros derivados.

923. La Ley de finanzas públicas dispone que el Ministerio de Hacienda elabore una estrategia de tres años para la gestión de la deuda del sector de las finanzas públicas. Asimismo, ese Ministerio debe presentar una estrategia para influenciar la deuda del sector público. Ambos temas están recogidos en un solo documento. La necesidad de estas reglamentaciones se deriva de disposiciones de la Constitución de la República de Polonia.

924. A fin de establecer las condiciones generales para la emisión de bonos, el Ministro de Hacienda expidió en 1999 cinco ordenanzas en virtud de las atribuciones de la Ley de finanzas públicas.

Estructura institucional

Estructura institucional en el gobierno

925. En Polonia, la Unidad de Gestión de la Deuda forma parte del Ministerio de Hacienda. Este Departamento de Deuda Pública despacha las tareas cotidianas relativas a la política sobre la deuda, prepara la estrategia de gestión de la deuda y coopera con los mercados nacionales y extranjeros en cuanto a la obtención de préstamos y el desarrollo del mercado de títulos del Tesoro.

926. La situación del Departamento de Deuda Pública como parte del Ministerio de Hacienda tiene ventajas y desventajas. En la etapa más incipiente de desarrollo del mercado financiero nacional, cuando la transición a la economía de libre mercado apenas se había emprendido, el Departamento de Deuda Pública (la unidad con facultades administrativas) contaba con más instrumentos para facilitar el desarrollo del mercado, cooperar con otras instituciones normativas y preparar un entorno de infraestructura y jurídico eficiente.

927. La situación ha cambiado conforme se ha ido desarrollando el mercado en Polonia. Se ha incrementado el número de participantes con conocimientos sofisticados del mercado, la base de títulos está bien desarrollada, y se dispone de instrumentos de cobertura de riesgos. Los desafíos de la gestión del riesgo de la deuda exigen un enfoque más flexible y activo. La estructura burocrática del Ministerio de Hacienda, sujeta a procedimientos dilatados, impide la flexibilidad en la gestión de la deuda. La tendencia en los países de la OCDE de separar del Ministerio de Hacienda las oficinas de gestión de la deuda se debe a la experiencia que han tenido, a saber, que cuando se pertenece a tal Ministerio es difícil evitar el conflicto entre los objetivos a corto plazo de la política fiscal y la estrategia a largo plazo de la gestión de la deuda. Las lecciones que han dejado las reuniones anuales del grupo de trabajo de la OCDE revelan que al actuar como oficina independiente sobre la deuda, ajena al Ministerio de Hacienda, se puede evitar la intervención directa en la política de obtención de préstamos, en la estructura de los instrumentos que se ofrecen y en la política de minimización de los costos del servicio de la deuda a mediano y largo plazo.

Organización de la oficina de gestión de la deuda

928. En 1998, la gestión de las deudas interna y externa recaía en el Departamento de Deuda Pública (DDP), compuesto de cuatro unidades funcionales: formulación de estrategias, análisis y control de riesgos, servicios auxiliares y deuda externa. La decisión de crear una unidad aparte para la deuda externa se debió a la gran proporción de ese tipo de deuda en la deuda total. Sin embargo, son instituciones financieras externas las que tienen a cargo gran parte de las funciones convencionales de dirección y servicio auxiliares; las labores del DDP son de carácter analítico. En la actualidad, el DDP cuenta con 49 empleados.

929. El marco y el punto de referencia para la gestión cotidiana de la deuda se describen a continuación en la sección sobre estrategia de gestión de la deuda, donde se definen claramente los objetivos y las tareas pertinentes. La definición de los procedimientos oficiales de gestión diaria es todavía una labor en curso. Hasta el momento, se han establecido los procedimientos para la toma de decisiones en las subastas de venta de bonos y letras del Tesoro, es decir, para la determinación del precio límite.

930. El principal riesgo operativo relacionado con la gestión de la deuda es la falta de un sistema de información integrado, lo que significa que las bases de datos están fragmentadas y no son completamente compatibles entre sí. El sistema integrado de gestión de la deuda entrará en funcionamiento a finales de 2002.

Auditoría

931. Las cuentas financieras de la deuda pública, al igual que otros rubros del presupuesto del Estado, están sujetas al examen anual de la Dirección Suprema de Auditoría, que rinde cuentas al Parlamento. Independientemente del método de declaración, la Dirección Suprema de Auditoría está autorizada para efectuar controles adicionales en cualquier área de las finanzas públicas. El Ministerio de Hacienda presenta a la Comisión Parlamentaria de Finanzas Públicas un informe trimestral sobre los costos del servicio de la deuda.

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

932. Se aplican políticas de manera de garantizar que la gestión de la deuda pública se realice de manera prudente y previsible a fin de reducir al mínimo posibles amenazas contra las finanzas públicas y la economía del país.

933. La gestión de la deuda pública es una de las áreas clave en las que es fundamental rendir cuentas respecto a las medidas aplicadas y las perspectivas macroeconómicas. Para evitar niveles excesivos de endeudamiento mediante mecanismos legales, se impusieron límites para la razón deuda pública/PIB, tales como procedimientos especiales si la deuda excediera el 50% y 55%. Como se mencionó anteriormente, estas reglas y normas están consignadas en la Ley de finanzas públicas; asimismo, la Constitución de la República de Polonia estipula un tope de 60%.

934. Con el fin de dar mayor credibilidad a la gestión de la deuda pública, todos los años el Consejo de Ministros presenta al Parlamento la Estrategia de Gestión de la Deuda para el siguiente trienio, que comprende un conjunto de metas claras para la gestión de la deuda, una evaluación de la ejecución de los objetivos de estrategias anteriores y un análisis de marcos hipotéticos acerca de la deuda pública.

935. La cartera de deuda pública en moneda extranjera se ve afectada principalmente por el riesgo cambiario y de refinanciamiento. En el caso de la cartera de deuda en moneda nacional, los riesgos principales son el de refinanciamiento y el de la tasa de interés.

936. La política de reducir el saldo de la deuda externa y buscar financiamiento principalmente en el mercado nacional propicia el desarrollo de un mercado importante y estable para la deuda interna, lo cual reduce la vulnerabilidad del país a las crisis de divisas y las perturbaciones externas.

Estrategia para la gestión de costos y riesgos

Cartera de deuda en moneda extranjera

937. Pese a los costos del servicio de la deuda interna bastante más altos, la reducción del riesgo cambiario, así como del riesgo de refinanciamiento en monedas extranjeras, es una de las metas principales de la estrategia de gestión de la deuda del sector de las finanzas públicas para 2002–2004. La medición básica de estos dos tipos de riesgo es la deuda externa como porcentaje de la deuda total. Por lo tanto, la principal manera de reducir la exposición a ambos riesgos consiste en reducir este porcentaje de la deuda externa.

938. Por lo tanto, en la estrategia global se señala que las necesidades de endeudamiento del gobierno deben ser atendidas en la mayor medida posible en el mercado nacional. Los recursos captados en el mercado internacional no deberían superar el monto del principal de la deuda externa que vence en el ejercicio fiscal determinado. Sin embargo, pueden obtenerse otros préstamos externos con el objeto de facilitar el reembolso anticipado de la deuda en moneda extranjera. El vencimiento de la nueva deuda emitida no debe coincidir con los años en los que se deben realizar los reembolsos más cuantiosos de la deuda externa, concretamente 2004–2009. Además, el producto de las privatizaciones recibido en monedas extranjeras se destina al servicio y reembolso de la deuda externa.

939. La deuda externa (según el lugar de emisión) como porcentaje de la deuda total disminuyó de 49% en 1999 a 35% a fines de noviembre de 2001. En el mismo período, la deuda expresada en dólares de EE.UU. se redujo de US\$31.300 millones a US\$24.700 millones. Estas importantes reducciones obedecieron principalmente a la amortización anticipada de los bonos Brady. Además, en octubre de 2001 Polonia firmó un acuerdo con Brasil en virtud del cual, mediante excepción y aprobación concedidas por el Club de París, una deuda por un valor nominal de US\$3.320 millones se saldó anticipadamente por un monto US\$2.460 millones.

940. En la actualidad, un asunto importante es la preparación del refinanciamiento de la deuda externa para el período máximo de pagos en el Club de París, a saber, 2004–2009. En vista de que el método de pago de la deuda depende mucho de la situación política y económica de Polonia, las medidas a ser adoptadas deberán tener en cuenta la coyuntura actual. El ingreso de Polonia en la Unión Europea fortalecerá la credibilidad del país y ampliará su acceso a los mercados internacionales, mientras que su ulterior ingreso en la Unión Económica y Monetaria supondrá una reducción sustancial del porcentaje de la deuda externa.

941. Ante la posible necesidad de tener que refinanciar la mayor parte o la totalidad de la deuda externa que vence en el período en cuestión, continúa la estrategia de establecer y mantener acceso a los segmentos más importantes del mercado internacional de capital. A tales efectos se realizará una colocación de títulos del Tesoro en los segmentos clave del mercado. Además, con el objeto de elevar de categoría su calificación crediticia, el Tesoro lleva a cabo operaciones, dentro de su capacidad actual, para pagar anticipadamente parte de la deuda a fin de disminuir la deuda externa, reducir a un mínimo los costos de su servicio y reducir también los reembolsos del principal en el período 2004–2009.

942. La situación cambiará en el futuro, cuando el zloty haya sido reemplazado por el euro. En vista de que un 43% de la deuda externa es en euros, el riesgo cambiario de ésta disminuirá considerablemente. Las perspectivas de captar fondos en los mercados financieros también mejorarán mucho. El ingreso de Polonia en la Unión Europea influenciará notablemente sobre la calificación crediticia de Polonia y facilitará la reducción de los costos de financiamiento. Asimismo, la afluencia de fondos de la UE podría ayudar a disminuir el refinanciamiento de la deuda externa mediante la asignación de tales fondos al pago de la misma y a través del incremento de la proporción de deuda interna con miras a recaudar dinero para el financiamiento de las metas a las que estaban destinados los recursos de la UE.

943. A fin de no distorsionar el tipo de cambio que resulta de las grandes entradas de divisas al mercado, el producto de las privatizaciones en moneda extranjera se deposita en una cuenta especial para el servicio de la deuda externa.

Cartera de deuda en moneda nacional

944. En general, el riesgo de refinanciamiento se mide sobre la base del plazo medio de vencimiento. Por lo tanto, si se incrementa el plazo medio de vencimiento de la deuda interna, se reduce el riesgo de refinanciamiento de la deuda en moneda nacional. En febrero de 2002, ese plazo era de 2,52 años; al mismo tiempo, la duración de la deuda denominada en zlotys ascendía a 1,90 años. Ahora bien, estos vencimientos no garantizan un grado suficiente de seguridad a mediano plazo. La extensión del vencimiento medio de la deuda interna debería hacerse paulatinamente y de acuerdo con el desarrollo del mercado financiero en Polonia, el aumento de la demanda de instrumentos a largo plazo y la disminución de las tasas de interés a largo plazo.

945. También es posible evaluar el riesgo financiero según la cronología de las amortizaciones futuras. La política de reducción de la deuda en letras del Tesoro a cambio de un aumento de la deuda en bonos a mediano y largo plazo conlleva una atenuación del perfil de amortizaciones o una disminución de las amortizaciones en los años inmediatamente subsiguientes (con un aumento simultáneo de las amortizaciones en los años posteriores). Esta misma política (aumento de la deuda en bonos de tasa fija y reducción de la deuda en letras del Tesoro) provocó una atenuación del riesgo de tasa de interés. El porcentaje de bonos negociables de tasa de interés fija en la deuda interna del Tesoro subió de 39% en 1999 a 53% a fines de febrero de 2002. Esto se debió principalmente al repunte de las ventas y a los efectos de la conversión de los títulos no negociables en títulos negociables de tasa fija. En febrero de 2002, los títulos del Tesoro representaban un 20% de la deuda interna, cifra que no ha variado desde 1999.

946. Estas medidas han ocasionado una disminución de la sensibilidad del costo del servicio de la deuda a las fluctuaciones de las tasas de interés en el mercado financiero, así como un aumento del índice de previsibilidad de estos costos, tanto en la actualidad como en años venideros.

Análisis de riesgo

947. Al formular la estrategia de gestión de la deuda, así como la Ley de presupuesto, se consideraron diferentes posibilidades. Varias contemplaban los posibles riesgos macroeconómicos y de mercado derivados de acontecimientos perjudiciales y del entorno presupuestario. Se tuvieron en cuenta también hechos que podrían poner en peligro la ejecución de la estrategia.

948. La principal inquietud relacionada con la ejecución de la estrategia de gestión de la deuda tenía que ver con la relación entre la minimización de los costos y la reducción de los riesgos, concretamente, los relacionados con la tasa de interés, el refinanciamiento, el tipo de cambio y la gestión de la liquidez. Todo lo anterior parece indicar que existe la necesidad de adoptar un enfoque dinámico que tenga en cuenta las condiciones presupuestarias y del mercado. El proceso de toma de decisiones es de carácter heurístico, es decir, no está sujeto a procedimientos oficiales, aunque sí se utilizan ciertas mediciones cuantitativas y modelos oficiales como respaldo (todavía se está trabajando en un sistema de procedimientos formales).

949. Las mediciones de riesgo se calculan históricamente y se elaboran previsiones. Las características deseadas en lo que respecta a la razón deuda externa/interna y la relación tasa fija/variable, así como a la duración, se modifican según la situación del mercado y las necesidades de financiamiento. En la actualidad se utilizan las siguientes mediciones de riesgo:

- Razón deuda/PIB; razón costo del servicio de la deuda/PIB. Éstas son las mediciones más generales y resumen la capacidad global de atender el servicio de la deuda pública.

- Deuda externa como porcentaje de la deuda total. Básicamente es una medición del riesgo cambiario.
- Plazo medio de vencimiento de la deuda interna. Mide el riesgo de refinanciamiento.
- Duración de la deuda en el mercado interno. Mide los riesgos de refinanciamiento y de tasa de interés.
- Otras mediciones, principalmente estadísticas descriptivas, como los porcentajes de la deuda variable y fija, el perfil de amortizaciones en meses y años, y datos similares.

950. Se usan también modelos econométricos y otros de tipo cuantitativo⁵⁷ elaborados en el Departamento de Deuda Pública. Asimismo, los problemas de optimización formalizados que se resuelven periódicamente sirven para respaldar ciertas decisiones que se han tomado. Sin embargo, los resultados que se obtienen de estos modelos dependen mucho de las premisas relativas a las tasas de interés en el futuro y a otras variables previstas, que en ocasiones pueden ser subjetivas.

951. La cuantificación de los riesgos está sujeta a una investigación metodológica más a fondo. Se prevé un avance decisivo en este aspecto una vez que se haya puesto en marcha el sistema integrado de gestión de la deuda. Los sistemas de información que se usan actualmente para la evaluación y el seguimiento de los riesgos son muy fragmentados y no son automatizados. La información que se ingresa se recopila manualmente de distintas bases de datos. Tampoco se han integrado las herramientas a utilizarse para el seguimiento del riesgo.

952. Se prevé que la calidad de la evaluación y el seguimiento de los riesgos, al igual que otros aspectos de la gestión de los datos, mejorarán considerablemente una vez que entre en funcionamiento el sistema integrado de gestión de la deuda, financiado con recursos del programa PHARE 2000 y con un préstamo del Banco Mundial. El objetivo del proyecto consiste en prepararse (conjuntamente con el Ministerio de Hacienda de Finlandia) para una gestión de la deuda más eficaz y eficiente mediante un sistema integrado de tecnología de la información conforme a las normas vigentes en los países miembros de la UE. El sistema facilitará la gestión de la deuda pública y el proceso presupuestario, que comprende la definición de las necesidades de financiamiento y los costos del servicio de la deuda. Estos costos también se reducirán gracias al uso de las sofisticadas funciones de análisis que brinda el sistema. Además, mejorará la divulgación de información sobre el desarrollo en los mercados de capital y fortalecerá el enfoque de mercado que se pretende dar a la gestión de la deuda. El sistema también afianzará la gestión y el control del riesgo.

953. Al momento no se utiliza una cartera como indicador de referencia. En vista de la gran inestabilidad del mercado y de los cambios frecuentes en los supuestos a largo plazo

⁵⁷Para lo cual se utilizaron aplicaciones de programación matemática, teoría de los juegos y redes neurales, entre otras.

sobre los déficit presupuestarios y las condiciones del mercado, la comparación entre la cartera prevista y la real suele hacerse a título informativo.

Gestión activa de la deuda

954. La gestión de la deuda pública no abarca actividades en el mercado secundario nacional. El objetivo principal —la reducción al mínimo de los costos a largo plazo— es lo que determina la política actual. La gestión activa de la deuda comprende medidas que van más allá de las relacionadas con el calendario ordinario de emisión y servicio de la deuda; están encaminadas al cumplimiento de la estrategia de gestión de la deuda. Entre éstas se encuentran recompras ocasionales de la deuda interna y externa antes de su vencimiento, subastas regulares de canje de bonos del Tesoro, operaciones de *swap*, y utilización de otros instrumentos derivados. Las dos últimas se planifican de antemano.

955. La gestión activa de la deuda no prevé generar rendimientos respecto a la deuda en moneda extranjera, salvo en las operaciones de recompra de bonos Brady garantizados; éstas generan un producto que resulta de la venta de la garantía.

Gestión de pasivos contingentes

956. Otro departamento del Ministerio de Hacienda coordina la gestión de los pasivos contingentes, en especial, el otorgamiento de cauciones y garantías del Tesoro. Los desembolsos que efectúa este departamento representan un costo del servicio de la deuda pública en su conjunto. El monto previsto es un elemento importante del proceso de gestión de la deuda.

Gestión del riesgo derivado de las opciones incorporadas

957. Las opciones de venta (la posibilidad de que un inversionista reciba una amortización anticipada) se utilizan únicamente en el caso de los bonos de ahorro, concretamente, los de tasa fija a dos años (DOS) y los indexados a la inflación a cuatro años (COI). El porcentaje relativamente reducido de estos instrumentos en el total de la deuda, así como los datos históricos sobre el porcentaje de bonos cuyas opciones se ejercieron, revelan que el riesgo es insignificante. La amortización anticipada representa aproximadamente un 4% del valor total de los bonos que poseen esta opción. Uno de los motivos de este bajo porcentaje es la sensibilidad relativamente pequeña del inversionista individual a los cambios en las condiciones del mercado. Sin embargo, sí se tienen en cuenta los eventuales riesgos asociados a las opciones, y se toman las debidas precauciones con el fin de reducir el riesgo relacionado con la liquidez.

958. La amortización anticipada se financia con el interés que se devenga cuando se evita la transferencia de fondos de los tenedores de bonos; dicho interés se deposita en una cuenta bancaria del agente emisor. Éste además tiene un plazo de una semana para entregar el efectivo al tenedor de bonos que ejerce las opciones.

C. Desarrollo del mercado de títulos públicos

Instrumentos de obtención de préstamos

959. Según la estrategia de gestión de la deuda del sector público para 2002–2004, básicamente el gobierno debería endeudarse en el mercado interno. El endeudamiento externo se limita al refinanciamiento de la deuda en vencimiento. En el futuro, la proporción de fondos captados en el mercado extranjero aumentará gradualmente junto con el incremento de los reembolsos de la deuda a los acreedores del Club de París.

960. La creciente importancia de reducir los costos a un mínimo y a lo largo del plazo determinado por el instrumento de gestión de la deuda con mayor vencimiento, incidió en la estructura de venta de títulos del Tesoro, particularmente en 2001. Las decisiones respecto de si se emitían instrumentos a corto o largo plazo estaban determinadas por las condiciones del mercado y la evolución prevista de la curva de rendimiento. El aumento del vencimiento medio ha sido reconocido como el método principal para paliar el riesgo de refinanciamiento de la deuda interna.

961. Los títulos negociables y de ahorro del Tesoro emitidos en el mercado interno en 2001 comprendían los siguientes instrumentos:

- Letras del Tesoro con vencimientos de entre 1 y 52 semanas
- Bonos del Tesoro subastados (“bonos al por mayor”)
 - Bonos de cupón cero a 2 años (OK)
 - Bonos de tasa fija a 5 años (PS)
 - Bonos de tasa fija a 10 años (DS)
 - Bonos de tasa variable a 10 años (DZ)⁵⁸
- Bonos del Tesoro ofrecidos en la red minorista (“bonos al por menor”)
 - Bonos de ahorro de tasa fija a 2 años (DOS)
 - Bonos de tasa variable a 3 años (TZ)
 - Bonos de ahorro a 4 años (COI) indexados a la inflación
 - Bonos de tasa fija a 5 años (SP)

En 2002 se creó un bono de tasa fija a 20 años (WS), cuya primera subasta se realizó el 17 de abril de 2002.

962. Los instrumentos destinados a particulares se utilizan para respaldar las ventas de los instrumentos destinados a las instituciones, ampliar la base de inversionistas y fomentar el ahorro. Se procurará diversificar los instrumentos ofrecidos y facilitar su acceso a posibles inversionistas mediante la implantación de nuevas tecnologías de información. La venta a particulares de bonos indexados equivalió a aproximadamente 1,0% del valor total de los

⁵⁸Las ventas de DZ se suspendieron en 2002.

bonos vendidos por el Ministerio de Hacienda y a aproximadamente 5,8% de los bonos al por menor.

963. El vencimiento de los bonos emitidos en los mercados internacionales de capital está limitado por el perfil de amortización de la deuda externa. Hasta 2001, en vista de la escasa necesidad de financiamiento, el Ministerio efectuaba solo una transacción de referencia al año, que no excedía el monto de los reembolsos del principal. En general, los bonos se emiten en el mercado internacional para mantener el acceso a los segmentos más importantes del mercado internacional de capital en vista de la eventual necesidad de refinanciar la mayor parte o la totalidad de la deuda externa en el período 2004–2009, y con el fin de crear un punto de referencia para la emisión de bonos de empresas privadas polacas.

Consolidación de la deuda pública

964. Los datos sobre la deuda pública de Polonia (deuda de unidades pertenecientes al sector de las finanzas públicas)⁵⁹ se remontan a 1999 (y a 2001 en forma consolidada). Desde entonces, en virtud de la Ley de finanzas públicas, se han expedido dos decretos sobre el registro de la deuda. El primero reglamenta el registro de la deuda de las unidades correspondientes a “entidades presupuestarias”; el segundo rige el registro de la deuda del resto de las unidades del sector de las finanzas públicas. Gracias a esta reglamentación, el Ministerio de Hacienda (que tiene la obligación de publicar información sobre la deuda pública dos veces al año) puede calcular el monto total de la deuda del sector público después de la consolidación. Otro objetivo de la reglamentación es obtener los datos necesarios para satisfacer los requisitos de declaración de datos a nivel internacional (por ejemplo, informes elaborados para EUROSTAT, el FMI y la OCDE).

Mecanismos de emisión de deuda

Letras y bonos del Tesoro

965. Las letras y los bonos del Tesoro están a la venta en el mercado primario a través de subastas organizadas y celebradas por el Banco Nacional de Polonia (BNP). Las ofertas se presentan al BNP a las 11.00 h. del día de la subasta. Una vez recibido un resumen de la oferta, el Ministerio de Hacienda fija el precio mínimo dado un vencimiento determinado. Las ofertas que contengan precios superiores al mínimo se aceptan en su totalidad, mientras que las ofertas con el precio mínimo pueden reducirse, o aceptarse en su totalidad. Cada postor compra los bonos al precio propuesto.

966. Las fechas de las subastas se anuncian al comienzo de cada año en un calendario de emisiones que se publica en el sitio web del Ministerio⁶⁰. La información detallada sobre la

⁵⁹ El Banco Nacional de Polonia no está incluido en el sector de las finanzas públicas.

⁶⁰ www.mofnet.gov.pl

siguiente subasta se publica en el sitio web del Ministerio y en la terminal de Reuters dos días antes de la fecha de la subasta. El anuncio incluye el tipo y el vencimiento del instrumento que se ofrece, el valor de la oferta, una descripción breve de las condiciones de la emisión, y la hora y el lugar para la presentación de las ofertas.

967. Las letras del Tesoro se venden con descuento en subastas que se celebran regularmente el primer día hábil de la semana (o sea, en general el lunes), aunque pueden realizarse más subastas en otros días. Los participantes a los que se permite presentar ofertas en la subasta son aquellas entidades que en el trimestre anterior adquirieron por lo menos un 0,2% de todas las letras vendidas en el mercado primario, condición que se verifica cada trimestre. Otros inversionistas pueden participar por intermediación de los primeros. El pago de las letras adquiridas y la amortización de las letras que vencen se suelen efectuar dos días después de la subasta a través de cuentas corrientes de bancos controladas por el Departamento de Sistema de Pagos del BNP.

968. Las subastas de bonos del Tesoro por lo general se celebran los miércoles⁶¹, pero es posible que se celebren más subastas otros días. Las entidades a las que se permite presentar ofertas en las subastas participan directamente en el Depósito Nacional de Valores (DNV); otros interesados pueden participar por intermediación de éstas. Las subastas de bonos del Tesoro se liquidan al contado y en valores a través del DNV; las liquidaciones al contado de las subastas de bonos las maneja directamente el DNV por medio de su cuenta en el BNP.

Bonos al por menor

969. El Central Brokerage House of Bank Pekao S.A. (CDM Pekao SA) lleva a cabo la venta y gestión de los bonos destinados a los inversionistas individuales, en virtud de acuerdos suscritos con el Ministerio de Hacienda. CDM Pekao SA es el agente emisor, así como el organizador, de un consorcio de las principales empresas bancarias y no bancarias de corretaje de valores, 21 en total. Los bonos se ofrecen a través de una red de oficinas de atención al cliente (OAC) —unas 550 en todo el país a comienzos de 2000— y de Internet.

970. Los bonos negociables (de tasa variable a tres años y fija a cinco años) se venden al precio de emisión publicado antes del inicio de la venta. El precio de venta comprende el precio de emisión, así como el interés devengado desde la fecha en que comenzó la venta hasta la fecha de compra. Cada año se emiten cuatro series, cuya distribución se realiza en los tres meses subsiguientes. El precio de venta de los bonos a cinco años se establece cada mes. Los bonos de ahorro (de tasa fija a dos años e indexados a cuatro años) se venden a 100 zlotys, todos los días hábiles del mes. Cada mes, el emisor instituye una nueva serie por cada tipo de bono de ahorro.

⁶¹El primer miércoles del mes para los bonos de tasa fija a 2 y 5 años y de cupón cero; el segundo miércoles de los meses pares para los de tasa variable a 10 años; y el tercer miércoles de los meses impares para los de tasa fija a 10 años.

971. Los desembolsos de intereses y la recompra de bonos se realizan en el punto de compra, a través de la cuenta bancaria indicada. Asimismo, los bonos de interés variable a tres años y de interés fijo a cinco años pueden depositarse en una cuenta de inversión en cualquier empresa de corretaje, en cuyo caso el servicio y la amortización de los bonos se realizan mediante la misma cuenta. Ambos tipos de bonos pueden cotizarse oficialmente en el mercado regulado (Bolsa de Valores de Varsovia).

Deuda externa

972. Se utiliza un mecanismo normal para la emisión de bonos extranjeros, que incluye un consorcio de bancos internacionales de inversión. Todas las transacciones en el mercado internacional se preparan cuidadosamente con base en los conocimientos en materia de gestión de la deuda pública y de los bancos de inversión a fin de seleccionar el momento y segmento más oportunos del mercado. El precio de los bonos se basa en las condiciones del mercado y tiene en cuenta el rendimiento de éstos en el mercado secundario.

Fomento del mercado secundario

973. Estas son algunas de las principales medidas tomadas para mejorar la liquidez, eficacia y transparencia de los títulos del Tesoro en el mercado secundario:

- Eliminación o disminución de las restricciones en la infraestructura de liquidación, por ejemplo, mediante la implantación del sistema de liquidación bruta en tiempo real y la organización del endeudamiento mediante títulos, la reducción de los derechos y comisiones asociados a las transacciones, y el desarrollo del mercado de recompra⁶².
- Fomento de la negociación de instrumentos de deuda en la plataforma electrónica y la incorporación de éstos en el sistema de registro y liquidación.
- Continuación de la política de profundización del mercado de títulos del Tesoro mediante emisiones importantes de series diferentes, o sea, un número menor de fechas de vencimiento para distintos tipos de títulos, y un incremento de su valor en cada serie.
- Respaldo a las actividades que procuran eliminar reglamentaciones encaminadas a someter las transacciones de recompra al sistema de reservas obligatorias.
- Establecimiento de operaciones de arbitraje.

974. La implantación de un sistema de operadores de bolsa primarios es una labor en curso. En 2001 se elaboraron las normas rectoras, de selección y de evaluación de los operadores primarios, además de estudiarse el alcance de sus derechos y obligaciones; se verificaron en su momento durante las reuniones con los bancos. La cooperación con los operadores primarios permitirá asimismo identificar los riesgos de la gestión de la deuda

⁶²El sistema de liquidación bruta en tiempo real empezó a funcionar el 26 de abril de 2002.

pública y del desarrollo del mercado de títulos del Tesoro. El proceso de seguimiento y evaluación de los candidatos se inició el 26 de abril de 2002.

Vínculos con el sector financiero

975. Una relación apropiada entre los encargados de administrar la deuda y los inversionistas es esencial para la gestión eficaz de la deuda pública. A tales efectos, se celebran reuniones regulares con grupos de inversionistas nacionales, como bancos, empresas de corretaje, fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías aseguradoras, así como reuniones individuales con importantes participantes nacionales y extranjeros del mercado de títulos del Tesoro.

Relación con el mercado del sector privado

976. En Polonia, el mercado de la deuda está dominado por los títulos públicos (los bonos y las letras del Tesoro representan alrededor del 90% del total de la deuda pendiente). Las emisiones de bonos que no son del Tesoro consisten principalmente de colocaciones privadas. La proporción modesta de la deuda del sector privado significa que la gestión de la deuda pública no se ve influenciada por la situación vigente en el mercado de la deuda privada. Por el contrario, la situación del mercado de la deuda pública es un factor determinante de la evolución de los mercados de deuda privada.

Normas de tributación

Tributación de residentes

Personas jurídicas

977. Los ingresos por concepto de intereses y descuentos, así como el producto de la venta de títulos del Tesoro, están sujetos al impuesto sobre la renta en virtud de principios generales, es decir, a la tasa imponible sobre los ingresos percibidos por las personas jurídicas en el año en cuestión (en 2001, la tasa era del 28%).

Particulares

978. Los intereses y el descuento de los títulos emitidos por el Tesoro y adquiridos por particulares antes del 1 de diciembre de 2001 están exentos de impuestos. Los intereses y el descuento de los títulos emitidos por el Tesoro y adquiridos por los contribuyentes después del 31 de noviembre de 2001 están sujetos a un impuesto de retención en la fuente del 20%.

979. No está sujeto al impuesto sobre la renta el producto de la venta de bonos nacionales del Tesoro (emitidos después del 1 de enero de 1989 y adquiridos antes del 1 de enero de 2003) percibido a más tardar el 31 de diciembre de 2003, salvo que la venta sea el objeto de una actividad económica. El producto de la venta de títulos aparte de los bonos emitidos por el Tesoro están sujetos al impuesto sobre la renta de las personas físicas.

Tributación de no residentes

980. Las personas que perciben ingresos por concepto de títulos del Tesoro adquiridos en el mercado interno están sujetas a las disposiciones de los tratados para evitar la doble imposición suscritos entre Polonia y el país de residencia o domicilio del no residente que percibe ingresos en Polonia. De no existir un tratado, se aplican los siguientes principios:

Personas jurídicas

981. El interés y el descuento están sujetos a un impuesto de retención en la fuente del 20%. El producto de la venta de bonos y letras del Tesoro está sujeto al impuesto sobre la renta en base a principios generales, es decir, a la tasa imponible sobre los ingresos percibidos por las personas jurídicas en el año en cuestión (en 2001 la tasa era del 28%).

982. Los ingresos de personas jurídicas domiciliadas en el extranjero por concepto de la venta, conversión u otra transacción jurídica que transfiera el derecho sobre los bonos emitidos desde 1995 por el Tesoro de la República de Polonia en mercados externos, están exentos de impuestos.

Particulares

983. Los particulares extranjeros domiciliados fuera de Polonia o que no tengan derecho de residencia permanente o temporal en el territorio nacional (residencia temporal se define como una estadía de no más de 183 días en un año gravable) están sujetos a impuestos únicamente sobre los ingresos derivados del trabajo realizado en el territorio de Polonia en virtud de una relación de servicio o de empleo, independientemente de donde se pague la remuneración, y sobre otros ingresos percibidos en Polonia.

984. Los intereses y el descuento de los títulos emitidos por el Tesoro en el mercado interno y adquiridos por contribuyentes antes del 1 de diciembre de 2001 están exentos de impuestos. Los intereses y el descuento de los títulos emitidos por el Tesoro y adquiridos por los contribuyentes después del 31 de noviembre de 2001 están sujetos a un impuesto de retención del 20%.

985. El producto de la venta de bonos nacionales del Tesoro (emitidos después del 1 de enero de 1989 y adquiridos antes del 1 de enero de 2003) que se reciba a más tardar el 31 de diciembre de 2003 no está sujeto al impuesto sobre la renta, salvo que la venta sea el objeto de una actividad económica. El producto de la venta de otros títulos nacionales emitidos por el Tesoro está sujeto al impuesto sobre la renta de las personas físicas.

986. Están exentos de impuestos los ingresos percibidos por particulares domiciliados en el extranjero por concepto de la venta, conversión u otra transacción jurídica que transfiera el derecho sobre los bonos emitidos entre 1995 y 2001 por el Tesoro de la República de Polonia en mercados externos.

Incidencia de los impuestos en la negociación de títulos públicos

987. En la actualidad, gracias a la desgravación de las operaciones de particulares en vigencia desde 1998, la venta de títulos públicos no se ve afectada por los impuestos.

988. Por lo tanto, en vista del corto período de vigencia de la ley tributaria, resulta difícil hacer una estimación del efecto de los impuestos sobre las operaciones de particulares. Al mismo tiempo, se aplican impuestos a los ingresos provenientes de todo tipo de depósitos bancarios; de ahí que ambas modalidades de inversión sean tratadas de la misma manera. La Unión Europea aplica la misma pauta.

Anexo 1

Objetivos de la gestión de la deuda antes de 2001: Evolución y cambios

989. La estrategia de gestión de la deuda se elaboró por primera vez en 1999, para presentarla al Parlamento junto con una justificación del proyecto de la Ley de presupuesto del Estado. Contenía objetivos a largo y corto plazo. El horizonte de largo plazo comprendía el perfil de vencimientos de la mayor parte de la deuda externa de Polonia (con el Club de París) y coincidía con las perspectivas adoptadas en la estrategia de finanzas públicas y desarrollo económico de Polonia para el período 2000–2010. Los objetivos básicos de la estrategia de gestión de la deuda para el período eran los siguientes:

- Reducir la deuda externa como porcentaje de la deuda total mediante el refinanciamiento de una parte de la deuda en vencimiento a través de la deuda interna, y por medio de la amortización anticipada de ciertos pasivos externos.
- Alcanzar el valor adecuado de los indicadores de la estructura de vencimientos de la deuda: vencimiento medio, duración y la relación entre la deuda que se vence en un año dado y el total de la deuda.
- Garantizar un cronograma equilibrado para los reembolsos y los costos del servicio de la deuda, particularmente para evitar la acumulación de pagos en ciertas fechas.
- Reducir el riesgo de la variabilidad de los costos del servicio de la deuda (mejorar su previsibilidad) mediante un aumento del porcentaje de instrumentos de renta fija en el total de la deuda.
- Flexibilizar la estructura de la deuda externa.

990. Objetivos consignados en la estrategia a tres años:

- Reducir a un mínimo los costos del servicio de la deuda, dentro de lo que permitan:
 - las necesidades de endeudamiento del presupuesto del Estado (coeficiente neto de reservas en efectivo);
 - el grado de riesgo relacionado con el financiamiento mediante endeudamiento, a saber: riesgo cambiario, riesgo de refinanciamiento, riesgo de tasa de interés;
 - la capacidad del mercado interno de absorber instrumentos a mediano y largo plazo (dado que el presupuesto nacional no “desplaza” crédito para la economía);
 - las condiciones reinantes en el mercado financiero internacional respecto de la calificación crediticia del país, y
 - el cumplimiento de la política monetaria del banco central.
- Definir un calendario óptimo para los reembolsos de la deuda externa en el período 2004–2009 (es decir, durante el período más intenso de pagos).
- Reducir el grado de monetización de la deuda mediante un aumento del porcentaje de participación del sector no bancario en el total de la deuda.

991. Las metas presentadas en la primera estrategia se modificaron en 2000 debido a que se observó que era necesario hacer gran hincapié en una reducción al mínimo de la carga del costo del servicio de la deuda sobre las finanzas públicas en los siguientes dos a tres años.

992. Las metas de la estrategia son:

- Reducir a un mínimo los costos del servicio de la deuda en el plazo consignado a través de las siguientes modalidades:
 - Reducción al mínimo de la carga que representan los costos del servicio de la deuda en el período 2001–2003, básicamente mediante un incremento en la proporción de bonos de tasa fija en la deuda total y la limitación del porcentaje de letras del Tesoro y bonos de tasa variable.
 - Reducción al mínimo de los costos dentro de un plazo determinado por el instrumento de gestión de la deuda con el vencimiento más prolongado y según parámetros preestablecidos (entre ellos, los derivados de la necesidad de reducir a un mínimo los costos en el período 2001–2003) y mediante una selección óptima de los instrumentos de gestión de la deuda, su estructura y su fecha de emisión.
 - Reducción a un mínimo de los costos del servicio de la deuda a fin de eliminar los motivos por los que las tasas de interés de la deuda se fijan en un nivel superior al mínimo, que podrían lograrse mediante una mayor liquidez y profundidad del mercado secundario de títulos del Tesoro, una mayor transparencia y seguridad en la negociación de instrumentos de deuda, y medidas tendientes a eliminar los obstáculos técnicos en la negociación de títulos del Tesoro (derechos, sistema de liquidación, etc.).
- Limitar el riesgo cambiario y el riesgo de refinanciamiento en monedas extranjeras, que resultan de la reducción del porcentaje representado por la deuda externa.
- Limitar el riesgo de refinanciamiento, principalmente mediante una ampliación del plazo medio de vencimiento de la deuda interna.
- Limitar el riesgo de tasa de interés mediante un aumento de los instrumentos de tasa fija a mediano y largo plazo como porcentaje del total de la deuda.
- Flexibilizar la estructura de la deuda a través de la conversión de deuda no negociable en instrumentos negociables.
- Reducir la monetización de la deuda mediante una mayor participación del sector no bancario en el total de la deuda.
- Optimización del calendario de amortización de la deuda externa para el período 2004–2009.
- Optimización de la gestión de la liquidez del presupuesto del Estado.

XIII. PORTUGAL⁶³

993. La gestión de la deuda pública en Portugal ha sufrido cambios muy importantes en estos últimos años a raíz del ingreso de Portugal en la Unión Monetaria Europea. Al adoptar el euro como moneda, Portugal se ha visto favorecido por la credibilidad que le da el hecho de que su política monetaria se defina en la Unión Europea (UE) y por la disciplina fiscal que la UE impone a sus miembros. Además, las restricciones que la ejecución de la política monetaria impone sobre la gestión de deuda pública se han reducido desde el ingreso de Portugal en la UE, ingreso que le ha permitido acceder a un mercado financiero “interno” mucho más grande: el mercado de la deuda en euros. En esta nueva situación, el país se enfrenta al desafío de dejar de ser el emisor de referencia del escudo portugués para convertirse en un pequeño prestatario en un gran mercado, en el que ha de competir por una misma base de inversionistas con otros emisores soberanos

994. En la segunda mitad de los años noventa, y en previsión de estos cambios, se llevaron a cabo una serie de reformas para desarrollar las condiciones para que la gestión de la deuda en este nuevo ámbito fuera más eficiente. A nivel institucional se realizaron las siguientes reformas: creación, en 1996, de un organismo autónomo de gestión de la deuda, IGCP; publicación de una nueva Ley de la deuda pública (la Ley) que aprueba el Parlamento en 1998, y aprobación por parte del gobierno en 1999 de las directrices para la gestión de la deuda.

A. Creación de un marco institucional y de gobernación sólidos

Objetivos de gestión de la deuda

995. En la nueva Ley de la deuda pública se describen los objetivos estratégicos para la gestión de la deuda pública y el financiamiento del Estado. La ley establece que estas actividades deben encaminarse a garantizar los recursos financieros necesarios para la ejecución del presupuesto público y que habrán de realizarse de manera que se puedan alcanzar los siguientes objetivos:

- Reducir al mínimo el costo directo e indirecto de la deuda pública desde una perspectiva de largo plazo.
- Garantizar una distribución equilibrada de los costos de la deuda entre los diversos presupuestos anuales.
- Evitar una concentración temporal excesiva de amortizaciones.
- Evitar el exceso de riesgo.
- Fomentar un funcionamiento eficiente y equilibrado de los mercados financieros.

⁶³Este estudio fue preparado por Rita Granger, Lucía Leitao y Vasco Pereira de la Agencia de la Deuda Pública de Portugal (IGCP).

996. La reducción del costo de la deuda ya era un objetivo implícito en la gestión de la misma antes de la creación de la nueva ley. De todos modos, la promulgación de esta ley ha sido un paso importante ya que ha formalizado estos objetivos en la medida en que aclara el tema de la reducción del costo, a fin de enfocarlo sobre la base de una perspectiva de largo plazo, e introduce una referencia explícita para la limitación del riesgo (es decir, cómo reducir el riesgo de refinanciamiento y la volatilidad del costo de la deuda a lo largo del tiempo).

997. Fomentar un funcionamiento eficiente y equilibrado del mercado interno era un objetivo especialmente importante antes de la creación de la Unión Monetaria Europea, en un contexto en el que la mayor parte de la deuda estaba denominada en escudos y colocada en el mercado interno. La importancia de crear y mantener una curva de rendimiento de referencia para sostener el mercado de capitales en escudos desapareció cuando el escudo Portugués se integró con el euro.

998. Con las directrices para la gestión de la deuda, aprobadas por el Ministro de Hacienda a finales de 1998 y aplicadas a partir de 1999, se adoptó un modelo para la gestión del riesgo, y el objetivo estratégico de reducir al mínimo los costos de la deuda se materializó en la definición de un indicador que se utiliza desde entonces como punto de referencia para la gestión de la deuda. El enfoque de gestión de riesgos incluye cuatro componentes básicos:

- Adopción de un modelo coherente para el desarrollo del mercado primario y secundario de deuda pública de Portugal.
- Desarrollo e implementación de directrices claras para la gestión de la deuda y para la evaluación del riesgo y del desempeño (indicador de referencia).
- Inversión en sistemas de tecnología de la información para que la toma de decisiones esté bien fundamentada, reducir el riesgo operativo, y aumentar la transparencia mejorando la disponibilidad y la calidad de la información sobre las transacciones.
- Desarrollo e implementación de un manual completo de procedimientos operativos para reducir el riesgo operativo y respaldar las auditorías internas y externas.

Alcance de la gestión de la deuda

999. La gestión de la deuda pública comprende la emisión de instrumentos de deuda, la ejecución de acuerdos de recompra y la realización de otras transacciones financieras. Estos instrumentos se utilizan para ajustar la estructura de la cartera de la deuda.

1000. La ley no limita qué tipo de instrumentos de financiamiento pueden utilizarse para obtener fondos. Sin embargo, la inquietud por la liquidez de la deuda pública dio lugar a una progresiva concentración de la emisión en una cantidad limitada de efectos comerciales (EC) y obligaciones del Tesoro (OT) estándar con tasa de interés fija. La emisión de certificados de ahorro, un instrumento minorista que se vende a los particulares continuamente, sigue siendo una importante fuente de financiamiento.

1001. Como mecanismo de último recurso, los agentes creadores de mercado pueden utilizar los acuerdos de recompra para respaldar las obligaciones de este tipo de los operadores primarios en el mercado secundario de OT. Los acuerdos de recompra se ofrecen dentro de una gama de montos para cada título. El precio se establece, teniendo en cuenta las condiciones del mercado, a una tasa inferior a la tasa media de interés a un día del euro (*Euro Over Night Index Average, EONIA*).

1002. Para ajustar el perfil de amortización de la deuda pública, la ley contempla la amortización anticipada y la recompra de la deuda ya existente y el intercambio directo de valores dentro del ámbito de las operaciones permitidas a los que administran la deuda. Desde el año 2001, se ha intensificado el uso de estos mecanismos para dar más liquidez al mercado de bonos del Tesoro, mediante la concentración de la deuda ya existente en emisiones cada vez más grandes y más líquidas.

1003. La ley contempla también, en el ámbito de gestión de la deuda, la comercialización de instrumentos derivados: *swaps* de tasas de interés y de monedas, operaciones a plazo, futuros y opciones. Estas operaciones deben estar ligadas al instrumento subyacente dentro de la cartera de la deuda. Los *swaps* y las operaciones a plazo en divisas son los instrumentos que más se han utilizado.

1004. Aunque en la gestión de la deuda no se tienen en cuenta a los pasivos contingentes, en el futuro está previsto analizarlos con mira a incluirlos en el marco de gestión de riesgos. El organismo de gestión de la deuda, IGCP, solo se ocupa de la gestión de la deuda pública directa del gobierno central, si bien se le exige que evalúe las condiciones de financiamiento de la deuda con garantía y de la deuda emitida por fondos y servicios (del sector público) con autonomía administrativa y financiera⁶⁴. En el Ministerio de Hacienda, el Departamento de Tesorería se encarga sistemáticamente del seguimiento, la cuantificación y la declaración explícita de los pasivos contingentes.

1005. Entre las actividades del IGCP no se incluye, de momento, la inversión de los superávit de las cuentas centrales de caja del Estado, que son también competencia del Departamento de Tesorería⁶⁵. El intercambio de información sobre políticas y previsiones de flujos de tesorería entre las dos entidades se realiza en forma permanente para coordinar con eficiencia el financiamiento y la inversión de los superávit.

⁶⁴ A partir de un umbral que se establece cada año.

⁶⁵ El decreto ley por el que se creó el IGCP reconoce la importancia de una mayor integración entre la gestión del tesoro y la gestión de la deuda. En la actualidad, se está considerando una integración formal de ambas actividades.

Marco jurídico

1006. El principal marco jurídico que regula la emisión de la deuda del gobierno central y la gestión de la deuda pública comprende:

- La Ley de la deuda pública, que establece que el financiamiento del Estado debe ser autorizado por el Parlamento.
- La Ley de presupuesto anual, que establece un límite sobre el endeudamiento (neto) que puede contraer el gobierno a lo largo de un año. Esta ley también puede especificar la cantidad máxima de emisión de deuda y los límites de exposición al riesgo de moneda y de deuda a tasa de interés variable.
- El decreto-ley que regula la actividad del IGCP.

1007. De conformidad con el marco jurídico, el IGCP se encarga de negociar y ejecutar todas las operaciones financieras relacionadas con la emisión y la gestión de la deuda del gobierno central. El Ministerio de Hacienda está facultado para establecer las directrices específicas que el IGCP debe seguir para ejecutar la política de financiamiento.

1008. El Ministerio de Hacienda formalizó las directrices permanentes mediante la adopción de una estructura de referencia a largo plazo para la composición de la cartera de deuda. Esta estructura refleja algunos objetivos en materia de duración, riesgo de tasas de interés, riesgo de moneda y riesgo de refinanciamiento. También establece un indicador de referencia para la evaluación del costo y el comportamiento de dicha cartera.

1009. A través de una resolución del Consejo de Ministros, el gobierno aprueba qué instrumentos de deuda deben utilizarse en el financiamiento del Estado cada año y los respectivos límites de endeudamiento bruto. El Ministro de Hacienda aprueba anualmente directrices específicas para el IGCP, que incluyen los lineamientos generales para la gestión de la cartera de deuda (recompra de deuda y operaciones con pacto de recompra, por ejemplo) y la estrategia de emisión en términos de instrumentos, vencimientos, calendario y procedimientos de colocación). También contemplan las medidas que habrá que adoptar para la comercialización de la deuda y la relación con los operadores primarios y otros intermediarios financieros. Estas directrices se dan a conocer al público.

Organización

1010. La gestión de la deuda del gobierno central estaba encomendada anteriormente a dos departamentos del Ministerio de Hacienda: el Departamento de Tesorería —encargado de la deuda externa y la emisión de las letras del Tesoro— y el Departamento de Crédito Público, responsable de la deuda interior. A partir de 1997 todas las actividades operativas asociadas con la gestión de la deuda del gobierno central, incluido el servicio de la deuda, se han centralizado en el IGCP. Este organismo está facultado para negociar y realizar todas las operaciones financieras relacionadas con la emisión de deuda del gobierno central y la

gestión activa de la cartera de la deuda, de conformidad con las directrices aprobadas por el Ministerio de Hacienda.

1011. El IGCP está estructurado de tal manera que sus recursos puedan utilizarse de manera flexible recurriendo a equipos encargados de proyectos. La estructura orgánica del IGCP comprende el Directorio Ejecutivo, dos departamentos, cinco unidades técnicas y cuatro operativas, con un total de 65 empleados.

1012. El órgano de gobierno del IGCP es un Directorio integrado por tres directores nombrados por el Consejo de Ministros por un período de tres años. El Directorio depende directamente del Ministro de Hacienda. El Consejo de Asesores, compuesto por el Presidente del Directorio Ejecutivo, un miembro del Directorio Ejecutivo del banco central y cuatro expertos en cuestiones económicas y financieras, designados por el Consejo de Ministros, asesora al IGCP en cuestiones estratégicas.

1013. El Departamento de Gestión de la Deuda es responsable de la definición de las políticas de emisión y gestión de cartera, del seguimiento del mercado secundario, de la relación con los operadores primarios y otros intermediarios, de la negociación y colocación de la deuda no minorista, y de las operaciones activas de gestión. El Departamento se compone de dos unidades: la sala de operaciones y una unidad de mercados.

1014. El Departamento de Operaciones se ocupa de los asuntos relativos a la confirmación y liquidación de las operaciones al por mayor ejecutadas por la sala de operaciones, de la contabilidad de la deuda y de los procedimientos relacionados con la retención de impuestos sobre los intereses de la deuda. También es responsable de la emisión y amortización de certificados de ahorro y del servicio de la deuda de otros instrumentos minoristas. Además, el Departamento de Operaciones tiene a su cargo el servicio de correos, que actúa como agente en la venta y amortización de los certificados de ahorro. Este departamento se compone de tres unidades operativas: documentación y liquidación, contabilidad y presupuesto, y deuda minorista.

1015. Existen otras cuatro unidades que dependen directamente del Directorio:

- *La unidad de Control Financiero*, que se ocupa de todos los aspectos relacionados con la evaluación del desempeño y del riesgo, el control interno, la definición de los procedimientos y las auditorías internas.
- *La unidad de Investigaciones y Estadísticas* realiza análisis económicos, define escenarios y elabora informes externos.
- *La unidad de Sistemas de Tecnología de la Información* es responsable de la operación y el mantenimiento de los sistemas de tecnología de la información.
- *La unidad de Administración* está a cargo de todos los asuntos internos, incluidos el personal, las compras y las instalaciones.

1016. Una Comisión de Mercados se reúne semanalmente para analizar la evolución del mercado, las previsiones de tesorería y la situación de la cartera de la deuda respecto al

índicador de referencia. En sus reuniones la Comisión también define las líneas generales de las actividades de la semana. Integran la Comisión los directores y jefes del Departamento de Deuda, del Departamento de Operaciones y de las unidades de Control Financiero, Estudios, Operaciones y Mercados.

1017. Desde que el IGCP comenzó su actividad en 1997, la transparencia ha sido una preocupación central. Las funciones clave se regulan mediante procedimientos internos escritos, que incluyen la delegación de funciones y el papel que desempeña cada unidad dentro de la estructura organizativa.

1018. Trimestralmente se envía al Ministerio de Hacienda un informe detallado, en el que se describen las transacciones realizadas durante el período y se presentan las cifras de costo y riesgo de la cartera de la deuda en relación con el indicador de referencia. Anualmente se publica un informe, que incluye una descripción de las actividades realizadas durante el año y el estado de las cuentas financieras de la deuda.

1019. Para que el IGCP pueda contratar personal calificado, se adoptaron medidas legales encaminadas, entre otras cosas, a lograr un alto grado de autonomía administrativa y financiera dentro del presupuesto anual aprobado por el Ministerio de Hacienda y permitir la contratación de personal conforme a la ley general de empleo, es decir, no como funcionarios. Las directrices que establecen la remuneración del personal —aprobadas por el Ministerio de Hacienda— se basan en la necesidad de mantener la competencia del personal a la altura del sector de banca privada. También se presupuestaron los recursos financieros necesarios para adquirir y renovar los sistemas de informática.

Auditorías

1020. Una Comisión de Auditorías se encarga del seguimiento y del control de la gestión financiera del IGCP y de supervisar sus procedimientos contables. Integran la comisión un presidente nombrado por la Inspección General de Hacienda y por dos miembros permanentes (uno de ellos ha de ser contador público certificado) nombrados por el Ministro de Hacienda.

1021. El Tribunal de Auditorías (órgano de auditorías del sector público) supervisa la actividad del IGCP en relación con las cuentas financieras de la deuda y el cumplimiento de las directrices y los límites establecidos por el Parlamento y el gobierno. Estas auditorías se han extendido recientemente para cubrir los procedimientos internos y el informe trimestral que se presenta al Ministerio de Hacienda.

B. Marco para la gestión del riesgo

Principales variables del riesgo

1022. Desde la creación del IGCP, se ha intentado formular y, dentro de lo posible, cuantificar, los tipos de riesgo relacionados con la gestión de la deuda pública⁶⁶.

1023. La principal prioridad del IGCP es garantizar el cumplimiento de las necesidades anuales de financiamiento de Portugal. Para reducir al mínimo el riesgo de no poder atender esas necesidades, se ha hecho hincapié en dos temas fundamentales: primero, desarrollar un mercado eficiente de deuda pública y, segundo, atenuar el perfil de amortizaciones de la cartera de la deuda.

1024. Por consiguiente, se ha dado prioridad a reducir el riesgo de refinanciamiento⁶⁷ a pesar de la “comodidad” que ofrecen la profundidad y la liquidez del mercado de capitales en euros. Las limitaciones impuestas a este nivel cobran cada vez mayor importancia, dada la constante demanda de bonos líquidos por parte del mercado, lo que significa básicamente grandes volúmenes pendientes. La conciliación entre estos dos requisitos contrarios se ha logrado, en parte, invirtiendo en la eficiencia de los mercados primarios y secundarios (básicamente, tratando de compensar la falta de tamaño con una mayor eficiencia) y poniendo en práctica otros métodos para gestionar el perfil de amortizaciones (además de la emisión), es decir, mediante programas de recompra. Sobre esta base, el objetivo general del encargado de administrar la deuda es reducir al mínimo el costo a largo plazo sin incurrir en riesgos excesivos. En este contexto, el IGCP estimó que el mayor riesgo en que puede incurrir el administrador de la deuda pública es el grado en que la volatilidad de las variables financieras afecta a la volatilidad del presupuesto (a través de las variaciones en el costo del servicio de la deuda), lo que reduce el margen de maniobra del responsable de la política fiscal. Por lo tanto, en la gestión de la deuda, el riesgo se mide de manera más precisa en función de los flujos de caja por oposición al método del “valor en riesgo” que utilizan normalmente los que administran los activos. Por consiguiente, el IGCP, al igual que otros administradores de deuda pública, está trabajando en la preparación y la puesta en práctica de un indicador integrado de presupuesto en riesgo para la cartera de deuda.

1025. Mientras no se concluya ni se compruebe el proceso para implementar el modelo de presupuesto en riesgo, el riesgo de los flujos de caja se mide combinando varios indicadores:

⁶⁶Y, a tal efecto, todo el proceso de aprendizaje relacionado con el diseño de una cartera de referencia ha sido fundamental, lo que ha hecho que el proyecto, en su conjunto, sea una inversión digna de realizarse.

⁶⁷Por ejemplo, dicho riesgo implica la imposibilidad de refinanciar la deuda próxima a vencer a un precio cercano al vigente anteriormente en el mercado (o, en caso extremo, a cualquier precio).

duración, perfil de refijación⁶⁸ y riesgo monetario. La duración se emplea como variable sustitutiva del grado de inmunización del costo del flujo de caja a las fluctuaciones de las tasas de interés y presenta la ventaja de ser una medida de mercado estándar. Para comprender mejor el riesgo de las tasas de interés, el indicador de duración se complementa con el perfil de refijación. Desde la introducción del euro en 1999, el riesgo cambiario (medido por el porcentaje de la cartera denominado en moneda extranjera) se ha reducido en gran medida, hasta el punto de que hoy día es prácticamente insignificante.

1026. En un marco de gestión de pasivos⁶⁹, únicamente el uso de instrumentos derivados provoca riesgo de crédito. Los instrumentos derivados se utilizan cuando, por la razón que sea, no es posible obtener la estructura de cartera deseada mediante operaciones de financiamiento. El IGCP mide este tipo de riesgo con una versión adaptada del modelo del BPI⁷⁰ y lo controla mediante estrictos procedimientos para lograr la aprobación de las contrapartes, incluidos la calificación crediticia, la atribución de límites y la negociación de acuerdos con la International Swap Dealers Association (ISDA) (Asociación Internacional de Operadores de *Swaps*). El Ministro de Hacienda ha aprobado el uso de garantías para cubrir parcialmente el riesgo de crédito, práctica que debería implementarse durante el año 2002.

1027. Finalmente, en sus operaciones de deuda, el IGCP también incurre en riesgo operativo. Este tipo de riesgo no se mide explícitamente, pero constituye la base de una serie de medidas. El riesgo operativo se trató por primera vez cuando se creó el IGCP, lo que condujo a una estructura orgánica a imagen de la que es típica en el sector financiero, a saber, una oficina encargada de la formulación de estrategias, una oficina de análisis y control de riesgos y una oficina de servicios auxiliares, cada una con sus funciones y competencias bien definidas. Desde entonces se ha hecho hincapié en el riesgo operativo con la puesta en práctica de tres grandes iniciativas: una importante inversión en tecnología de la información (por ejemplo, la compra de un sistema de información de gestión), la elaboración de un manual de procedimientos operativos internos y, finalmente, la inversión en recursos humanos de alta calificación y experiencia. En el futuro, estas medidas se complementarán con auditorías internas, además de las auditorías externas que ya realiza el Tribunal de Auditorías.

⁶⁸El perfil de refijación indica, en términos nominales, el porcentaje de la cartera que habrá de refinanciarse en el futuro, agregado en tramos anuales. El objetivo es indicar la sensibilidad del costo del flujo de caja frente a las variaciones de las tasas de interés en el futuro.

⁶⁹Sin considerar la función de gestión de caja o el componente de “crédito” en el riesgo de liquidación.

⁷⁰En este modelo, el riesgo de crédito se determina calculando el valor actual de mercado del contrato, al que se le suma un factor para reflejar el riesgo potencial futuro durante la vida útil restante del contrato.

Directrices de gestión y cartera de referencia

1028. La función de gestión de la deuda, encomendada al IGCP por el Ministerio de Hacienda, se formalizó, como ya se ha mencionado, en 1998 con la aprobación de las directrices de gestión y de una cartera de referencia en forma de indicador.

1029. El objetivo de las directrices de la gestión de la deuda es describir los principales tipos de riesgo asociados a la cartera de la deuda, especificar si se miden de manera absoluta (riesgo de refinanciamiento o de crédito, por ejemplo), o relativa⁷¹ (riesgo de flujo de caja) y, si procede, imponer límites a las variables de riesgo. También se establece la divergencia máxima que la cartera de la deuda puede mostrar con respecto al indicador de referencia en las variables de riesgo relevantes (es decir, el nivel máximo de riesgo adicional en que puede incurrir el administrador de la deuda).

1030. El IGCP adoptó el indicador de referencia principalmente para tener una referencia mensurable de la estructura de la cartera deseada a largo plazo. Esta decisión se tomó con el convencimiento de que, con este tipo de orientación, se lograría una mayor coherencia entre las decisiones de la gestión de la deuda día a día y los objetivos a largo plazo. Además, el hecho de que el IGCP se creara como entidad independiente hizo necesario contar con un instrumento que permitiera evaluar de forma objetiva los resultados de la gestión (rendición de cuentas). Ello influyó en la decisión de adoptar el indicador de referencia también para medir el desempeño.

1031. No existe ninguna norma para la creación y el seguimiento de un indicador de referencia para la gestión de la deuda pública. El enfoque del IGCP consiste en crear un instrumento de gestión que incorpore la preferencia del gobierno a la hora de sopesar los riesgos y los costos a corto y largo plazo. Por lo tanto, el indicador de referencia debe incorporar los objetivos a largo plazo del dueño de la cartera, es decir, el Ministro de Hacienda en representación de los contribuyentes, en términos de perfil de riesgo y nivel de costos esperado, expresado en una estrategia de financiamiento y en la estructura de la cartera resultante.

1032. La determinación de este indicador de referencia se basó en un modelo mixto de simulación y optimización, en el que se utilizaron como variables clave de decisión el costo y el riesgo del flujo de caja, con una restricción para tener en cuenta explícitamente el riesgo de refinanciamiento (otros componentes del riesgo se analizaron para cada solución posible, pero no se impuso ningún límite sobre ellos en el modelo). A continuación, se preparó una pequeña lista de las soluciones del modelo basándose no solo en la eficiencia, sino también en que fuesen o no robustas respecto a los principales supuestos del modelo (escenarios

⁷¹Medida como desviación respecto a las cifras equivalentes de la cartera de referencia.

macroeconómico y de tasas de interés)⁷². La solución elegida entre todas las posibilidades se determinó teniendo en cuenta estos tres factores:

- El equilibrio entre el riesgo del flujo de caja y los costos. La forma de la curva de eficiencia dada por el modelo mostró una clara reducción en el riesgo de flujo de caja para duraciones de la cartera de hasta 2 y 2,5 años, lo que justifica el aumento del costo esperado. Cuando la duración era de más de 3,5 a 4 años, el descenso marginal del riesgo de flujo de caja fue bajo en comparación con el aumento esperado del costo. Como resultado de este análisis se eligió un primer subgrupo de soluciones posibles.
- La comparación de las cifras de riesgo resultantes (especialmente del riesgo de tasas de interés) con valores equivalentes de otros deudores soberanos de la zona del euro. La consideración del marco específico en el que opera la política fiscal en Portugal, es decir, la existencia del pacto de estabilidad y de una política monetaria única llevó a la convicción de que la cartera de la deuda de Portugal no debería contraer exceso de riesgo de tasas de interés *relativo*, en comparación con otros deudores soberanos de la zona del euro. Un estudio que se realizó en aquel momento sobre las duraciones de las carteras de deuda pública en otros países indicó que la duración variaba entre tres y cinco años. En base a esto, se decidió que la cartera de referencia debería tener una duración estimada de entre tres y cuatro años.
- Finalmente, se analizó la estrategia de financiamiento asociada a cada una de las posibles soluciones, dado que la estrategia asociada a la cartera de referencia tenía que ser apropiada para un emisor soberano del mercado del euro.

1033. Estos factores finalmente determinaron la cartera más adecuada que podía adoptarse como indicador de referencia para la gestión de la deuda en IGCP, así como la estrategia de financiamiento pertinente.

1034. Las directrices para la gestión aprobadas por el Ministerio de Hacienda se dividen formalmente en cinco secciones que incluyen:

- Una lista de definiciones (del alcance y de las variables de costo y riesgo).
- El conjunto de instrumentos y operaciones autorizados.
- Los límites de las principales variables de riesgo (perfil de refinanciamiento, duración modificada, perfil de refijación y riesgo cambiario) y los requerimientos en materia de declaración de información (calendario y contenido).
- Composición y dinámica de la cartera de referencia.
- El riesgo de crédito.

⁷²Dado el contexto en el que se realiza la gestión de la deuda pública de Portugal, esta cartera de referencia se construyó de manera de no tener riesgo cambiario neto.

1035. De todos estos puntos, se publicaron los tres primeros. El modelo teórico en que se apoya la definición del indicador de referencia también fue publicado en el informe anual del IGCP de 1999, aunque la cartera de referencia aprobada no se da a conocer al público (ni tampoco las directrices en materia de riesgo de crédito).

1036. Para poder utilizar el indicador de referencia como base para evaluar el desempeño, deben darse las condiciones que permitan separar las decisiones de financiamiento y desarrollo del mercado de las decisiones de la gestión de la deuda. A Portugal se le dio esa posibilidad en 1999 en el marco de la primera fase de la Unión Monetaria Europea. Desde entonces, el mercado de capitales en euros se ha convertido en el mercado “interno” relevante, en el que Portugal es un participante lo suficientemente pequeño para que sus transacciones de instrumentos derivados no tengan un impacto demasiado importante ni para que los participantes en el mercado las interpreten como algo más que simples decisiones de gestión de la cartera.

1037. En este contexto, las decisiones de gestión de la deuda adoptadas mediante una combinación de operaciones de financiamiento y transacciones de instrumentos derivados tienen por objeto lograr un posicionamiento relativo frente al indicador de referencia, en términos de riesgo cambiario y de tasa de interés, esperándose que los encargados de administrar la deuda superen los niveles de la cartera de referencia. Sin embargo, cuando se diseñó y analizó por primera vez el modelo de referencia, se hizo gran hincapié en los objetivos estratégicos, es decir, que el principal objetivo de dicha cartera era lograr una mayor coherencia entre las decisiones de gestión del día y los objetivos de la cartera a largo plazo. El hecho de que, por motivos de rendición de cuentas, el IGCP decidiera también proponer su uso con fines de evaluación dio lugar, naturalmente, a la expectativa de superar los resultados del indicador. Sin embargo, no existe ninguna declaración formal o informal en materia de políticas (ni del Ministerio de Hacienda ni del IGCP) que transforme esa expectativa en un objetivo de gestión de la deuda propiamente dicho.

1038. El IGCP utilizó el proceso de referenciación de modo experimental en 1999 y luego lo implantó de manera formal. Si bien la evaluación de su utilidad es positiva, hay que decir que, en un contexto de gestión de pasivos resulta, por diversas razones, un proceso menos sencillo que en la gestión de activos. En primer lugar, no solo es muy difícil cuantificar todas las restricciones y los objetivos de un administrador de deuda soberana, sino que además esos aspectos varían con el tiempo, lo que impide la posibilidad de duplicación de la referencia, es decir, de volver a utilizarlo como modelo (con lo que se transforma en un instrumento de medición del desempeño inapropiado) u obliga a modificarla frecuentemente, lo que va en contra de la naturaleza de ese tipo de instrumento.

1039. Otro problema concreto es que, incluso en una situación como la de Portugal en el mercado del euro (un pequeño participante en un gran mercado), la política de financiamiento adoptada por el IGCP influye en los diferenciales de crédito de las obligaciones del Estado, lo que, sin embargo, es muy difícil de cuantificar. En estas circunstancias es aún más difícil estimar los niveles de costo asociados a las diversas políticas de financiamiento (por ejemplo, el costo de la estrategia de financiamiento simulada

de referencia), lo que hace del mantenimiento operativo de esa cartera de referencia un ejercicio relativamente complejo.

1040. El IGCP mejora continuamente el modelo para determinar la cartera de referencia y la metodología para su implementación. Sin embargo, el proyecto aún se encuentra en sus primeras etapas y por lo tanto el indicador de referencia no se ha dado a conocer al público. Además, el darlo a conocer podría ser negativo para el que administra la deuda, pues permitiría al mercado anticipar su posición. Este problema podría producirse cuando el administrador de la deuda pide cotizaciones de instrumentos derivados, como *swaps* de tasas de interés. Es un tipo de riesgo que debería analizarse con detenimiento, incluso en el contexto de un mercado grande como el mercado de euros. La cuestión volverá a considerarse en la próxima revisión de las directrices (incluida la referencia) programada para fines de este año.

1041. Finalmente, todo indicador de referencia del desempeño en la gestión de pasivos soberanos debe considerarse con un alto grado de pragmatismo y discernimiento, tanto por parte del que administra la cartera como por parte del “propietario” de la misma (el gobierno en este caso).

Sistemas de información al servicio de la gestión

1042. A fines de 1999, el IGCP adquirió un sistema estándar de tesorería⁷³ para apoyar las operaciones de gestión de la deuda. Se eligió un sistema sencillo que integran las oficinas de formulación de estrategias, de análisis y control de riesgos, y de servicios auxiliares⁷⁴. Se eligió este sistema no solo para mitigar el riesgo operativo, sino también porque se creía que intensificando el uso y el intercambio de información dentro del IGCP se mejoraría la calidad de los datos. Una de las prioridades del proceso de selección era lograr una base de datos sólida de todas las operaciones relacionadas con la deuda. El sistema fue diseñado y desarrollado originalmente para las empresas, por lo que se hace bastante hincapié en el flujo de caja y, por lo tanto, ha resultado un instrumento útil para la política de gestión del riesgo del IGCP.

1043. Además, se ha desarrollado un sistema para las operaciones de deuda al por menor, que se registran mensualmente y solo en cifras agregadas en el nuevo sistema de tesorería con fines contables, informativos y de mantenimiento de posiciones.

Manual de procedimientos operativos

1044. La implementación de estos dos sistemas tuvo un impacto considerable en los procesos internos del IGCP, con lo que aumentó la necesidad de redactar un manual de

⁷³“Finance Kit” por Trema.

⁷⁴ A expensas de programas informáticos de gestión del riesgo más especializados.

procedimientos operativos que incluya los nuevos instrumentos de control. Es un proyecto ambicioso que comenzó en el año 2001, y cuyo objetivo no es solo optimizar los circuitos de procesamiento internos del IGCP, sino también generar una nueva cultura respecto al riesgo operativo y a los consiguientes procedimientos de control (incluidas las auditorías internas).

C. Estrategia de gestión de la deuda y mercados de títulos públicos

Estrategia de gestión de la deuda

1045. La gestión de la deuda en Portugal se ajusta a una estrategia de financiamiento orientada al mercado, en la que se reconoce la importancia de emitir instrumentos negociables a precios del mercado y construir una curva de rendimientos de los títulos públicos con bonos líquidos de diferentes vencimientos. Este objetivo no ha variado en el nuevo entorno tras la introducción del euro. No obstante, se persigue de una manera diferente. Ya no se trata de establecer una curva de rendimientos de referencia para respaldar el desarrollo del mercado interno de capitales, sino que el nuevo entorno competitivo de la zona del euro ha impulsado la estrategia de financiamiento. Un mercado interno mucho más grande en el que compiten los 12 países de la zona, reemplazó al mercado “protegido” de escudos portugueses. Como consecuencia, los participantes exigen mayor eficiencia y liquidez.

1046. La liquidez se convirtió, de hecho, en uno de los principales factores determinantes de los diferenciales de la deuda soberana en la zona del euro. Normalmente, se acepta como primer criterio de liquidez un saldo pendiente de no menos de €5.000 millones. Por lo tanto, el monto de los bonos del Tesoro elegido como objetivo se elevó hasta este nuevo umbral⁷⁵. Dado el nivel relativamente bajo de las necesidades brutas de financiamiento en Portugal, se ha aplicado un enfoque gradual para alcanzar ese objetivo. Desde 1999, todos los años se da prioridad, en primer lugar, a la introducción de una nueva emisión con vencimiento a 10 años y, en segundo lugar, a una nueva emisión con vencimiento a cinco años. Estos dos vencimientos, respaldados por un eficiente mercado de instrumentos derivados, reflejan la preferencia del mercado. Para apoyar esta estrategia, el grueso del financiamiento a través de instrumentos negociables se ha canalizado al mercado de bonos del Tesoro denominado en euros. Para acelerar dicha estrategia, desde el año 2001, el IGCP también recurre a un activo programa de recompra que tiene por objeto refinanciar emisiones antiguas (de pequeño volumen con cupones que no están en consonancia con los rendimientos actuales del mercado) con nuevas emisiones.

⁷⁵El monto estándar de € 5.000 millones corresponde a casi el doble del monto de bonos del tesoro emitidos antes de 1999.

1047. Al inyectar liquidez en el mercado de OT⁷⁶ la variedad de instrumentos utilizados se redujo a obligaciones estándar y simples a tasa de interés fija. Hasta la fecha, se ha suspendido la emisión de bonos a tasa de interés variable y se han descartado los valores indexados. Además, se ha excluido de momento el acceso al mercado de eurobonos, habitual antes de 1999. Desde 1994, se ha introducido un Programa de Letras Mundiales a Mediano Plazo (*Global Medium-Term Notes Program*), que funciona como una alternativa de financiamiento con carácter de red de protección, sin que se haya colocado ninguna nueva emisión desde septiembre de 1999.

1048. Aunque desde una perspectiva de corto plazo no siempre es eficiente en función de los costos (y excluyendo otras opciones de financiamiento “oportunistas”), la prioridad asignada a la emisión de obligaciones a mediano y largo plazo se concibe como una estrategia de mediano plazo para reducir la vulnerabilidad del país. Simultáneamente se ha dado prioridad al desarrollo de mercados de deuda del Tesoro primario y secundario eficientes por medio de infraestructuras técnicas avanzadas. Tanto los intermediarios financieros nacionales y extranjeros como los inversionistas finales tuvieron acceso a estos mercados en las mismas condiciones. La estrategia se ha visto recompensada con una distribución geográfica cada vez más amplia de OT en la zona del euro y por su dispersión entre operadores activos e inversionistas individuales.

Emisión de valores públicos y estructura de mercados primarios

1049. La credibilidad es una característica decisiva cuando se aplica una estrategia de financiamiento impulsada por el mercado. La transparencia y la previsibilidad son, por lo tanto, pilares fundamentales de la gestión de la deuda en Portugal.

1050. Las directrices estratégicas se explican regularmente a los participantes en el mercado, a los intermediarios financieros y, en particular, a los inversionistas institucionales.

1051. Al principio de cada año se anuncian públicamente los componentes del programa de obtención de fondos, haciéndose especial hincapié en la emisión de títulos de deuda negociables a mediano y largo plazo. Se informa al mercado sobre la estimación de las necesidades brutas de financiamiento anuales y del monto que habrá de financiarse con la emisión de obligaciones del Tesoro (OT) portuguesas. También se anuncian el monto que se colocará, el vencimiento y el volumen final de las nuevas líneas, los mecanismos de colocación de las OT (sindicación y subasta), y los intermediarios financieros que participarán. Cada tres meses se publica un calendario más preciso. Las subastas se han celebrado siempre el segundo miércoles de cada mes, siempre que haya lugar para la colocación.

⁷⁶Desde 1999, el monto final de cada línea nueva de OT se ha duplicado, en promedio, al monto de las emitidas antes de esa fecha.

1052. Entre un 75% y un 80% de las necesidades brutas de financiamiento se financian mediante la colocación de bonos del Tesoro portugueses⁷⁷. Los instrumentos de mercado a corto plazo y la deuda no negociable (certificados de ahorro), emitidos a solicitud de inversionistas privados, representan el 20% restante. La emisión de efectos comerciales en euros es una alternativa para apoyar la implementación del programa de bonos del Tesoro.

1053. Por razones de liquidez, el monto inicial de una nueva línea de bonos del Tesoro corresponde a un 40% del monto final fijado como objetivo. Por lo tanto, el IGCP recurre a la sindicación cuando lanza una nueva emisión de OT. Se trata así de controlar mejor el precio de emisión y, al mismo tiempo, diversificar en mayor medida la base de inversionistas. La colocación del tramo inicial mediante sindicación se considera la manera más eficaz de lograr simultáneamente un volumen importante (más de 10 veces la cantidad indicativa de las subastas realizadas en 1998) y determinar el precio de forma eficiente y controlada. Además, ello contribuye también a lograr una distribución amplia y diversificada de inversionistas (especialmente en la zona del euro) y da más visibilidad al nombre del emisor y a sus instrumentos de deuda.

1054. Además, una estructura sindicada permite la focalización en grupos concretos de inversionistas y países. El IGCP ha seguido muy de cerca el proceso de preparación de registros en todas las emisiones sindicadas, pidiendo a los garantes la identificación de los inversionistas. Se han desarrollado nuevas estructuras sindicadas, haciendo más hincapié en el proceso de preparación de los registros. Recientemente, se ha estudiado y puesto en práctica un sistema mancomunado en el que todas las órdenes se centralizan y concentran en un libro único que comparten conjuntamente los bancos principales del consorcio, a diferencia de la sindicación tradicional en la que dichos bancos trabajan con libros separados. La distribución de los bonos en el libro único puede hacerse entonces en forma independiente del banco que recibió la orden. Esto permite al IGCP asignar la distribución conforme a los objetivos deseados para la base de inversionistas. Las comisiones que se cobran a los bancos se establecen por anticipado y no se ven afectadas por la distribución final.

1055. Solo los operadores primarios (13 bancos) pueden ser invitados como garantes de las emisiones sindicadas. Con este privilegio no solo se premia su compromiso con el mercado de OT sino que, además, se reconoce que son los intermediarios financieros que mejor conocen la base de inversionistas de OT.

1056. Una vez emitido el tramo inicial de OT a través del proceso de sindicación, se incrementa la cantidad mediante subastas⁷⁸. Una vez al mes (aunque no todos los meses) se

⁷⁷Las características de los bonos del Tesoro portugueses se han mantenido estables y las convenciones utilizadas están en consonancia con las normas del mercado de deuda en euros.

⁷⁸Las subastas de 1999 ya eran tres veces mayores por su volumen que las anteriores. En el año 2000, se quintuplicó el tamaño medio; en comparación con 1998 y el período 1998–2001, el aumento fue del séxtuplo.

realizan provisionalmente subastas electrónicas con precios múltiples. En el año 2000, se cambió radicalmente el soporte técnico de las subastas. El sistema de fax utilizado hasta entonces se sustituyó por un sistema electrónico: el Sistema de Subastas Bloomberg (BAS). Este sistema permite a los participantes en la subasta introducir o cambiar las ofertas hasta el momento de cierre (estrictamente controlado), así como un acceso más rápido a los resultados y, por ende, incurrir en menos riesgos. La posibilidad de controlar la recepción de las ofertas en tiempo real permite al emisor reducir el tiempo necesario para decidir la adjudicación de cada subasta. Actualmente, el tiempo que transcurre entre el momento de cierre de la subasta y la publicación de los resultados a los participantes es, en promedio, de menos de cinco minutos⁷⁹.

1057. La liquidación de las transacciones del mercado primario se realiza a través de los sistemas CSD (Euroclear y Clearstream) de eficiencia reconocida internacionalmente, lo que permite tanto a los inversionistas nacionales como a los extranjeros cumplir los ciclos estándar de liquidación.

Mercado secundario de valores públicos

1058. El desarrollo de un mercado primario de bonos del Tesoro eficiente tiene que apoyarse en un mercado secundario también eficiente. En 1999, se creó un mercado especial para la deuda pública: el MEDIP (sigla en portugués para “Mercado Especial de Deuda Pública”), que habría de regularse de conformidad con la Directiva de Servicios de Inversión. Para garantizar un entorno eficiente y competitivo se eligió una plataforma electrónica de operaciones (MTS-Portugal) basada en la plataforma MTS⁸⁰. Tras la creación del MEDIP, coexisten en el mercado secundario tres segmentos:

⁷⁹ En Portugal, las subastas de OT incluyen una fase competitiva (en la que pueden participar todos los operadores primarios y otros participantes en la subasta) y una etapa no competitiva. Antes del comienzo de cada trimestre, el IGCP publica un calendario de subastas, aunque el monto indicativo no se confirma hasta poco antes de que éstas se inicien. Generalmente suelen celebrarse en un día del mes determinado con antelación. Cada entidad puede presentar hasta cinco ofertas, cuyo valor total no puede exceder el monto anunciado para la fase competitiva. Una vez cerrada la subasta, se informa inmediatamente a las entidades participantes sobre las ofertas aceptadas y los resultados generales (en promedio, dos o tres minutos después del cierre). Los resultados generales de la subasta también se anuncian inmediatamente a los participantes del mercado a través de las páginas del IGCP en REUTERS (IGCP 04) y en Bloomberg (IGCP). La suscripción para la fase no competitiva se realiza al rendimiento más alto aceptado en la fase competitiva. El monto máximo que cada operador puede suscribir en la primera fase corresponde al porcentaje de su participación en la fase competitiva de las tres subastas de bonos anteriores, teniendo en cuenta solo el monto colocado a través de operadores primarios).

⁸⁰ En funcionamiento desde julio de 2000.

- El mercado de divisas, cuya estructura de operaciones está dirigida principalmente hacia el sector minorista y a la negociación de pequeños lotes (este segmento cotiza en Euronext Lisboa) y los participantes son los que tienen acceso a este mercado.
- El mercado extrabursátil, que debería ofrecer máxima flexibilidad en términos de negociación y registro de las transacciones.
- El MEDIP, que trata de centralizar las transacciones al por mayor ofreciendo las condiciones más eficientes para este tipo de operaciones, y en el que los operadores primarios son los principales agentes.

1059. La creación del MEDIP y la adopción del sistema electrónico de operaciones fueron decisiones que fomentaron la integración financiera y, a su vez, preservaron la “ubicación” nacional del mercado mayorista de la deuda del Tesoro. Por lo tanto, la implementación del MEDIP y del MTS Portugal constituyeron un importante y decisivo paso adelante en la modernización del mercado de la deuda pública portugués. Con ello se promovió su eficiente integración en el mercado financiero del euro y, con carácter más general, en el amplio mercado mundial. Esta medida, que adoptaron al mismo tiempo el emisor y los operadores primarios, fue la culminación de una estrategia que tardó casi tres años en desarrollarse. Este diálogo permanente, en el que se reconoce el papel crucial de los operadores primarios en el desarrollo del mercado secundario, fue una característica sobresaliente de este proceso, en el sentido de que llevó a la elección de la plataforma electrónica de operaciones más adecuada.

1060. Por tratarse de un mercado regulado, el acceso y las condiciones de inscripción de valores, las reglas de gobierno y el código de conducta del MEDIP ni son discriminatorios ni están sujetos a la aprobación de la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM). Este mercado se orienta a la compraventa de valores al por mayor entre especialistas que trabajan por cuenta propia y utiliza una plataforma de operaciones basada en la plataforma electrónica MTS Telemático, administrada por MTS Portugal, una sociedad por acciones de conformidad con la legislación portuguesa y supervisada por la CMVM⁸¹.

1061. El MEDIP negocia principalmente obligaciones creadoras de mercado, liquida las operaciones a través de Euroclear/Clearstream y tiene acceso a los servicios de operaciones de recompra de EuroMTS/MTS Italia. Los precios se dan a conocer en tiempo real a los no participantes a través de Reuters y de un boletín diario que se publica en Internet. Los agentes creadores de mercado están obligados a cotizar precios de compra y venta en firme para un conjunto de valores líquidos de acuerdo con diferenciales máximos (entre 5 y 10 puntos básicos según el tipo de valor y de vencimiento) y con el tamaño mínimo de los lotes. Los operadores solo pueden aceptar precios de los agentes creadores de mercado. Los operadores primarios deben participar como agentes creadores de mercado, mientras que otros participantes pueden hacerlo como creadores o como operadores. Los precios

⁸¹Los accionistas de MTS Portugal son: IGCP (15%), MTS S.p.A. (15%) y operadores primarios (70%).

generados en el MEDIP se emplean como referencia para revaluar posiciones a precios de mercado.

El papel estratégico de los operadores primarios

1062. En Portugal, los operadores primarios desempeñan un papel crucial en la gestión de la deuda. El sistema se introdujo en el país en 1993, pero hasta 1998 la función de estos operadores no cobró una nueva importancia estratégica. En ese año se definieron nuevas reglas de selección para limitar la participación de cada uno de los grandes grupos bancarios nacionales a una sola institución, lo que generó una masa crítica de operadores nacionales. También en 1998, se incluyó por primera vez en esta categoría a bancos no residentes. A partir de 1999, se definió a los operadores primarios como el principal cauce de distribución de la deuda portuguesa y se creó una red de distribución de la deuda en la zona del euro.

1063. La categoría de “operador primario” se otorga por períodos que coinciden con años naturales y puede renovarse anualmente si se han cumplido varias funciones. Para acceder a esta categoría, la entidad bancaria tiene que cumplir una serie de obligaciones respecto al mercado y al emisor⁸², es decir, tienen que alcanzar unas cuotas mínimas en los mercados primario y secundario. Además de invitárselas a participar como aseguradores en las

⁸²Obligaciones de los operadores primarios:

- Participar activamente en las subastas de bonos mediante ofertas y la suscripción de una participación equivalente como mínimo al 2% del volumen colocado en la fase competitiva.
- Participar activamente del mercado secundario de títulos de deuda pública de Portugal, asegurando la liquidez de estos instrumentos.
- Participar en el mercado electrónico mayorista (MEDIP/MTS Portugal) como agente creador de mercado y mantener una participación no inferior al 2% del volumen de ventas de este mercado en los dos años anteriores.
- Participar como accionista en la empresa administradora de MEDIP/MTS Portugal.
- Operar como consultor privilegiado del emisor en el seguimiento de los mercados financieros.

Derechos de los operadores primarios:

- Participación en la fase competitiva de las subastas de bonos y acceso exclusivo a la fase no competitiva.
- Preferencia en la formación de consorcios.
- Acceso a los servicios creados por el IGCP en apoyo del mercado, es decir, la ventanilla de “último recurso” de las operaciones de recompra.
- Consideración de entidad preferente de contrapartida en la gestión activa de la deuda pública.
- Consideración privilegiada en cuestiones de interés común.

emisiones sindicadas, los operadores primarios también tienen acceso exclusivo a las subastas no competitivas⁸³. El contacto directo entre el emisor y el inversor final, cada vez más importante, se realiza también en colaboración con los operadores primarios.

1064. Contando con un grupo fiable y relativamente estable de operadores primarios, con una capacidad de distribución reconocida (tanto en la zona del euro como a nivel mundial) y comprometidos a largo plazo con el desarrollo del mercado de la deuda de Portugal, el IGCP ha establecido una alianza permanente para la distribución continua de la deuda portuguesa y para crear un mercado secundario mayorista líquido y eficiente.

⁸³ También puede acceder a las subastas otro grupo de bancos –los Otros Participantes en el Mercado—pero no están autorizados para participar en las subastas no competitivas.

XIV. ESLOVENIA⁸⁴

1065. Tras el logro de su independencia en 1991, y en toda la primera mitad de la década de los noventa, Eslovenia procuró restablecer su acceso a los mercados financieros internacionales, en cuyo contexto asumió parte de la deuda externa de la antigua Yugoslavia. Además, se realizó un ordenado proceso de rehabilitación del sistema bancario y reestructuración de diversas empresas. Como el presupuesto fue superavitario hasta 1997, las operaciones de gestión de la deuda tendían a establecer el acceso al financiamiento en diferentes mercados financieros. Las operaciones de ese género comenzaron en el mercado interno a través de instrumentos de deuda a corto plazo por motivos de gestión de la liquidez; continuaron en 1996 con la primera emisión de eurobonos en el euromercado, y fueron seguidas, en 1997, con la emisión de bonos indexados en función de la inflación y préstamos en el mercado interno.

1066. Al aparecer déficit presupuestarios relativamente pequeños, el objetivo capital consistió en crear un mercado interno de instrumentos de deuda, principalmente para los bonos, a fin de financiar el presupuesto y las eventuales obligaciones de la deuda anterior a 1996, asumidas en el proceso de sucesión de la ex República Federativa Socialista de Yugoslavia (RFSY), y cubrir programas de rehabilitación del sector real y del sector bancario.

1067. La creación del mercado interno de instrumentos de deuda se ha convertido en una prioridad a los efectos de lograr el oportuno financiamiento en moneda nacional y reducir el riesgo macroeconómico vinculado con el financiamiento del déficit mediante deuda externa. Esta tarea se vio facilitada recientemente por la eliminación de los controles a los movimientos de capital y el aumento de la inversión extranjera directa. La creciente capacidad del mercado para manejar la deuda pública permitió recientemente emprender activas operaciones de gestión de la deuda que permitan reducir el costo global de la cartera. También se ha procurado reforzar la transparencia y negociabilidad de los instrumentos a los efectos de lograr un mercado secundario más profundo y líquido. Otra prioridad fue la creación de una curva de rendimientos para determinar el precio de otros instrumentos en el mercado.

A. Creación de un marco institucional y de gobernación sólidos

Objetivo

1068. El principio básico de las actividades de gestión de la deuda consiste en armonizar los objetivos de reducir al mínimo el costo del endeudamiento a largo plazo con una estructura de vencimientos que garantice un nivel de riesgos viable a los efectos del refinanciamiento de

⁸⁴Este estudio de caso fue preparado por Stanislava Zadravec C., Gonzalo Caprirolo y Andrej Klemenčič, del Departamento de Gestión de la Deuda Pública del Ministerio de Hacienda.

la deuda y una estructura de monedas y tasas de interés que reduzca al mínimo los riesgos cambiarios y de tasas de interés, entre otros.

1069. En 1998 se adoptó por primera vez un programa de financiamiento del presupuesto del gobierno central (Programa de financiamiento), de carácter anual, en que se establecieron los principales objetivos —estratégicos y operacionales— y las metas de gestión de la deuda. Estas directrices principales fueron respaldadas por la Ley de finanzas públicas, sancionada en octubre de 1999.

1070. Los objetivos estratégicos incluyen la obtención de un financiamiento suficiente y oportuno del presupuesto, la minimización de los costos, un financiamiento proveniente en la mayor medida posible del mercado interno sin que se produzcan efectos de desplazamiento o distorsiones en el mercado, la ampliación de la base de inversionistas nacionales y extranjeros, la minimización del riesgo de tasas de interés y del riesgo de moneda (extranjera) a través del continuo aumento de la presencia del euro en la estructura monetaria de la deuda externa, y la minimización del riesgo de inflación en los instrumentos de deuda en moneda nacional mediante la aplicación del principio del nominalismo en las tasas de interés.

1071. Los objetivos operacionales incluyen la determinación de unas proporciones relativas del financiamiento a corto y a largo plazo compatibles con cierto concepto sobre la estructura de plazos de la cartera; la determinación de la proporción del endeudamiento total correspondiente al endeudamiento externo o en moneda extranjera de un modo compatible con la estrategia de dar prioridad al mercado interno, la determinación de una estructura de los instrumentos, incluidas las proporciones de deuda a tasas fijas, variables e indexadas a una moneda extranjera, compatible con la estrategia del nominalismo que tenga en cuenta el costo y los riesgos.

Alcance

1072. La gestión de la deuda abarca todas las obligaciones financieras directas del gobierno central. El programa anual de financiamiento comprende el monto que ha de financiarse, que viene determinado por el presupuesto anual y consiste en la suma del déficit y de las obligaciones de reembolso de deuda correspondientes al ejercicio. El programa establece los montos del endeudamiento en moneda nacional y extranjera, que se coordinan en el seno del programa. El mercado se elige estableciendo un nivel mínimo para el endeudamiento interno y un nivel máximo para el externo, así como un nivel máximo para el financiamiento a corto plazo y mínimo para el financiamiento a largo plazo.

1073. El Departamento de Gestión de la Deuda Pública (DGDP) del Ministerio de Hacienda (MH) también ejerce las funciones de administración y control centralizado de la deuda de las denominadas entidades del sector público, cuya deuda representa pasivos contingentes del gobierno central, y de la emisión de garantías públicas.

Coordinación con las políticas monetaria y fiscal

1074. Existe una nítida separación legal, reglamentaria y práctica entre los objetivos y obligaciones referentes a la gestión de la deuda y a la política monetaria. El Banco de Eslovenia (BE), que es el banco central, es una institución autónoma, que no forma parte del poder ejecutivo. Al gobierno le está legalmente prohibido obtener financiamiento del BE, que sin embargo realiza la gestión de las reservas en moneda extranjera y es el agente del gobierno para la realización de pagos en moneda extranjera, el depositario de los depósitos en efectivo en moneda extranjera y, junto con los bancos comerciales, una entidad receptora de depósitos en moneda nacional.

1075. Una vez concluido el proyecto de programa anual de financiamiento, éste se analiza dentro de los límites de los documentos de política fiscal y se da a conocer al BE para que formule comentarios y sugerencias, que no son preceptivas. La coordinación se realiza en el marco de un escenario fiscal de mediano plazo.

1076. El MH y el BE analizan también las condiciones generales de liquidez existentes en la economía en el período de preparación del programa anual de financiamiento. Los responsables de la gestión de la deuda intercambian información sobre las necesidades actuales y futuras de financiamiento público y sobre su dinámica durante el año. El MH da a conocer por anticipado al BE sus intenciones en materia de obtención de préstamos y, a ese respecto, el BE proporciona información sobre las condiciones del mercado.

1077. Funcionarios del MH y del banco central se reúnen periódicamente para analizar, sin necesidad de acuerdos formales, el alcance técnico de la ejecución de sus respectivas políticas.

1078. En virtud de un acuerdo oficial entre el MH y el BE, el ministerio proporciona dos tipos de previsiones mensualmente. Las primeras se refieren a las corrientes diarias de efectivo de todo el gasto y el ingreso fiscales correspondientes a todos los ingresos o pagos del gobierno con tres meses de anticipación. Las segundas proporcionan esa misma información con un mes de anticipación, pero actualizada, y por lo tanto más precisa. Las primeras ofrecen indicios sobre la futura evolución de las cuentas del sector público, y las segundas contienen información actualizada y revisada.

1079. Dentro del Ministerio de Hacienda se reúne semanalmente un “comité de liquidez”, que realiza el seguimiento de la situación de liquidez mensual y determina las medidas que deben adoptarse en materia de financiamiento y gestión del gasto presupuestario. Los representantes de los departamentos de presupuesto, asuntos tributarios y aduaneros, gestión de la deuda y gestión de la liquidez son miembros permanentes del comité. El MH da a conocer al BE sus proyecciones presupuestarias en materia de liquidez, así como las variaciones mensuales, en tanto que el BE proporciona al MH información necesaria sobre las condiciones de liquidez del mercado.

Transparencia y rendición de cuentas

1080. Los objetivos y logros del programa de financiamiento se dan a conocer con regularidad. En esos informes se presentan los objetivos por separado y, en relación con cada objetivo, cuando es factible, se incluyen estados de avance. Los documentos están a disposición de la comunidad financiera y del público en general. Los objetivos e instrumentos de la política de gestión de la deuda se dan a conocer públicamente a través del programa anual de financiamiento y otros documentos de política económica, incluidos los escenarios macroeconómico y fiscal, que están permanentemente a disposición de los interesados en los sitios en Internet del MH⁸⁵ y otros organismos públicos. Además, el Boletín sobre las Finanzas Públicas aparece en forma permanente en el sitio del MH en Internet, y se actualiza mensualmente. Comprende datos sobre cuentas financieras del gobierno general y del gobierno central, deuda pública y garantías pendientes.

1081. El informe anual sobre gestión de la deuda se da a conocer al público una vez aceptado por el gobierno. Comprende información referente al logro de los objetivos estratégicos de la gestión de la deuda, la descripción de los instrumentos de deuda emitidos y su costo —con un análisis de este último—, el análisis de la evolución de la cartera de deuda del gobierno central y su dinámica, la deuda del gobierno general y pública, y la deuda con garantías del gobierno central, junto con cifras correspondientes al saldo, las corrientes y los instrumentos de deuda, y una breve comparación internacional de la deuda. El MH publica también mensualmente, en forma de boletín de las finanzas públicas, información sobre la estructura de la cartera de instrumentos de deuda.

1082. Eslovenia observa la práctica de sancionar presupuestos para el ejercicio corriente y para el siguiente, y de dar a conocer al parlamento y al público en general un documento sobre la estrategia fiscal a mediano plazo. Esos estudios incluyen proyecciones periódicas sobre el monto de la deuda y el servicio de la misma. El BE da a conocer mensualmente un programa de servicio del total de la deuda externa.

1083. El mercado interno da transparencia a las operaciones mediante la publicación de los resultados de las subastas de una selección de instrumentos estandarizados en un calendario de emisión de bonos y letras. Esos resultados se publican en el sitio del MH en Internet. Las emisiones se cotizan en la Bolsa de Valores de Ljubljana. A través de agentes creadores de mercado se pueden obtener cotizaciones sobre letras de Tesorería, que se negocian en el mercado extrabursátil. A través de contactos con los inversionistas importantes del mercado financiero interno se está tratando de reducir la incertidumbre de los participantes en dicho mercado. Lograr transparencia en materia de emisión interna es un objetivo estratégico tendiente a estabilizar y dar mayor profundidad al mercado de valores públicos.

⁸⁵<http://www.sigov.si/mf/angl/apredmf1.html>

1084. El MH se esfuerza por mantener informada a la comunidad de los inversionistas internacionales, para lo cual les proporciona el mayor volumen posible de datos sobre la calificación de los bonos y realiza contactos con la comunidad de los inversionistas en la medida en que sus recursos lo permiten. La transparencia, la rendición de cuentas y la confiabilidad de las emisiones de instrumentos de deuda, así como el enfoque de mercado, han sido los principales objetivos de política económica de Eslovenia desde el comienzo del proceso de disolución de la ex RFS de Yugoslavia.

1085. El tratamiento tributario de los valores públicos se da a conocer claramente en el prospecto de cada uno de los instrumentos, que está a disposición de los inversionistas y se divulga al público.

1086. Las actividades de gestión de la deuda son auditadas anualmente por el Tribunal de Cuentas, institución de auditoría independiente que revisa las cuentas de las entidades gubernamentales y del sector público. Los exámenes de auditoría del financiamiento se publican a través del proceso parlamentario en el marco de la auditoría presupuestaria ordinaria. Conforme a la ley, la aprobación por parte del Parlamento del informe anual de ejecución presupuestaria del gobierno central está supeditada a la realización de una auditoría del presupuesto.

Marco jurídico

1087. Desde el punto de vista jurídico, los empréstitos y la emisión de garantías del gobierno se basan en el Artículo 149 de la Constitución de Eslovenia, que establece: “El Estado solo podrá contraer préstamos o garantizar crédito en las condiciones que la ley determine.”

1088. El marco de los empréstitos del gobierno central está dado por la Ley de finanzas públicas⁸⁶, que sienta las bases para:

- Una definición de los empréstitos del gobierno central y de los préstamos para la obtención de liquidez.
- El método de determinación de los topes máximos de su endeudamiento.
- Los componentes de la gestión de la deuda.
- Los documentos en que se basa la ejecución de las transacciones o programas de obtención de préstamos.
- Las normas que rigen la obtención de préstamos por parte de los gobiernos locales, los fondos extrapresupuestarios y las entidades del sector público.

1089. La Ley de ejecución presupuestaria, de carácter anual, debe indicar los topes máximos (cuotas) nominales de los empréstitos y la emisión de garantías por parte del gobierno central y de los empréstitos de las entidades públicas.

⁸⁶En el apéndice del presente informe se describe el marco en forma más detallada.

1090. Una vez adoptada la Ley de ejecución presupuestaria, el gobierno aprueba el programa anual de financiamiento presentado por el MH, en que se enuncian las principales directrices de políticas y la estrategia de obtención de préstamos. Estos documentos contienen objetivos, operaciones, selección de instrumentos, dinámica y elección de mercados. En caso de grave desviación de la evolución prevista del mercado u otros hechos imprevistos, el programa puede ser modificado mediante los mismos procedimientos establecidos para el programa de financiamiento. Al preparar el programa, que comprende la dinámica de los empréstitos, se tiene en cuenta la estructura de monedas y la capacidad del mercado interno, cuyo objetivo consiste en financiar en la esfera interna el grueso de las necesidades de financiamiento y desarrollar el mercado interno para reducir al mínimo el riesgo macroeconómico y el riesgo de financiamiento. El programa de financiamiento está destinado también a lograr la neutralidad monetaria y alcanzar un nivel óptimo de riesgo cambiario.

1091. Las directrices de políticas incluidas en el programa anual de financiamiento han evolucionado con el tiempo: inicialmente se trataba de un documento en que se identificaban exclusivamente los tipos de instrumentos y la dinámica del endeudamiento; actualmente es un documento más estratégico en que se enuncian y combinan los objetivos y medidas de política. Esta evolución se explica en gran medida por el hecho de que el marco jurídico que rige las operaciones de gestión de la deuda pública no especifica los objetivos de políticas que rigen dicha gestión, por lo cual el actual programa anual de obtención de préstamos está destinado a llenar el vacío legal y evitar soluciones de compromiso inadecuadas entre costos y riesgos. No obstante, dado el horizonte cronológico del programa de financiamiento (un año), solo a través de medidas de política coherentes puede lograrse que la dimensión de costos prevalezca sobre la dimensión de riesgos, y que se mantenga una adecuada combinación.

Marco institucional y organización interna

1092. Conforme a lo dispuesto por la Ley de finanzas públicas, el MH se ocupa exclusivamente de las esferas del endeudamiento y de la gestión de la deuda del gobierno central.

1093. Con respecto a la gestión de la deuda, el marco orgánico se determina en el contexto de un decreto gubernamental en que se establecen funciones y responsabilidades, la organización de los departamentos y la descripción de las tareas básicas para cada empleado del gobierno central. Dentro del MH, tres departamentos se encargan de la contratación y/o gestión de la deuda:

- *El Departamento de Asuntos Internacionales* se encarga de obtener créditos en instituciones financieras internacionales (como el BIRF, el BEI, el BERD). La importancia de esta fuente de financiamiento va disminuyendo en forma sostenida; en 2002 le corresponderá alrededor del 1,5% del total del financiamiento.
- *El Departamento de Gestión de Liquidez* se encarga de la contratación y gestión de la deuda interna a corto plazo y de la gestión del efectivo.

- *El Departamento de Gestión de la Deuda Pública* se encarga de la ejecución del programa anual de obtención de préstamos y de la gestión de la deuda del gobierno central (deuda interna y externa a largo plazo). Además cumple funciones de oficina de servicios auxiliares en materia de mantenimiento de registros e instrucciones de pago. Otra de sus tareas consiste en mantener estadísticas referentes a la deuda y proporcionar proyecciones a largo y a corto plazo sobre servicio de la deuda a los efectos de la gestión presupuestaria y de la liquidez. El DGDP prepara informes periódicos sobre la deuda e informes sobre la ejecución del programa de obtención de préstamos (programa de financiamiento). Además, el DGDP y el DGL mantienen información del MH en Internet en relación con sus respectivas partes de la deuda y de los instrumentos de deuda. El DGDP mantiene contactos y proporciona datos, en formato corriente, a entidades de clasificación crediticia. Además colabora con esas entidades y recibe sus informes. Finalmente, se encarga de aprobar y realizar el seguimiento de todos los empréstitos del sector público y las garantías públicas asumidas por el Ministerio de Hacienda.

1094. El DGDP está organizado en diferentes unidades, con funciones y responsabilidades claramente delimitadas y líneas jerárquicas independientes. Una oficina se encarga de ejecutar transacciones en mercados financieros, incluida la gestión de las subastas y de otras modalidades de endeudamiento, y todas las demás operaciones de financiamiento. La segunda oficina se encarga de la liquidación de transacciones y el mantenimiento de los registros financieros. Se ha establecido, aunque aún no ha comenzado a funcionar, una oficina de carácter autónomo que se encarga de realizar análisis de riesgos y del seguimiento de los riesgos vinculados con la cartera, y de informar al respecto, así como evaluar los resultados de la gestión de la deuda en relación con puntos de referencia estratégicos. Una unidad de estadística presta servicios de información y de elaboración de las proyecciones necesarias, incluidas proyecciones de liquidez a corto plazo vinculadas con la gestión de la deuda y proyecciones de preparación presupuestaria, y realiza la gestión de la base de datos de la deuda utilizada por los servicios de apoyo en materia de liquidación y mantenimiento de registro de deudas. El DGL está organizado en dos unidades: previsiones de liquidez presupuestaria y mercados de dinero. El departamento se encarga de la emisión y el reembolso de letras de Tesorería y otros instrumentos a corto plazo, y mantiene registros sobre esos temas.

1095. En la esfera interna, la administración del DGDP se realiza, por líneas de instrumentos, a través de la Unidad de Gestión de la Deuda y de la Unidad de Gestión de Transacciones. Las líneas de instrumentos son las siguientes: bonos internos, bonos externos, préstamos internos, préstamos externos y emisión de garantías. Salvo en relación con estas últimas, en que es frecuente la colaboración con los ministerios ejecutores, el proceso de colaboración discurre, en el departamento, de la Unidad de Gestión de la Deuda a la unidad de gestión de transacciones, y de éstas a las de estadística y análisis.

1096. La coordinación y el intercambio de información entre los departamentos de gestión de la deuda y otros departamentos del MH se realiza de diversas formas: mediante la estructura formal e interna (de comités) del MH y a través de una labor común, organizada

sobre la base de proyectos, para establecer y mejorar la información, la ejecución presupuestaria, la gestión de la deuda y los sistemas de software contable. La conexión con la preparación presupuestaria se guía por el programa de preparación del presupuesto; la conexión con la contabilidad general es permanente y se basa en la aplicación de un software genérico que conecta la contabilidad con la ejecución presupuestaria y con los usuarios del presupuesto. El software ha sido diseñado de modo de establecer una base de seguimiento de la ejecución del presupuesto, inclusive a los efectos de una ulterior planificación presupuestaria.

1097. Dentro del ministerio, el DGDP, los Departamentos de Gestión de Liquidez, Ejecución Presupuestaria y Asuntos Tributarios y Aduaneros del MH examinan semanalmente la situación (mensual) de liquidez a corto plazo y determinan con precisión la táctica de gestión de la liquidez. En sus reuniones mensuales, los departamentos arriba mencionados analizan las proyecciones trimestrales y su posible evolución, y proponen la(s) medida(s) necesaria(s).

1098. Actualmente, la división y organización del trabajo se basan en la evolución histórica y el crecimiento del Ministerio de Hacienda. Pese a que las funciones de obtención de préstamos están radicadas en tres unidades del MH, existe un razonable grado de coordinación entre ellas, y sus mandatos son bastante claros. No obstante, un inconveniente de la actual estructura institucional es la inexistencia de una autoridad de adopción de decisiones centralizada, lo que en cierta medida afecta a la planificación de la deuda, al proceso de gestión de la deuda y a la realización de las operaciones que requiere la gestión de la misma.

1099. Se está considerando la posibilidad de establecer un organismo independiente de gestión de la deuda que se haga cargo de todos los aspectos de la gestión de la deuda del gobierno central, y el Ministerio de Hacienda estudia la conveniencia de establecer un organismo u oficina independiente dentro del ministerio para realizar la gestión de la deuda pública, con las metas siguientes:

- Centralizar las operaciones de obtención de préstamos y gestión de la deuda.
- Ampliar sus cometidos en materia de ejecución de las operaciones.
- Establecer un objetivo claro y commensurable de gestión de la deuda que sirva de base para la delegación de competencias y responsabilidades.
- Preservar la función de gestión de la deuda frente a interferencias políticas y de otras instituciones.
- Simplificar los procedimientos de suministro de tecnología moderna de la información y recursos humanos con los conocimientos específicos necesarios para una etapa progresiva de gestión de la deuda y para reducir al mínimo el riesgo operacional, así como una mayor flexibilidad del organismo que garantice una respuesta frente a los cambios que experimenten el mercado y sus participantes.

1100. No existe una coordinación oficial con el BE. El Ministerio de Hacienda tiene calidad de observador en el Directorio del BE. A nivel del Departamento (técnico), los órganos

encargados de la gestión de la deuda y la gestión de la liquidez mantienen reuniones de trabajo periódicas con autoridades pertinentes del banco central; se procura que las reuniones sean mensuales.

Sistemas de información

1101. El MH de Eslovenia viene elaborando desde 1995 una base de datos sobre la deuda, adaptada a sus propias necesidades, que dispensa un servicio seguro y confiable en materia de servicio de la deuda y constituye una herramienta precisa para registrar y administrar los rubros de deuda y una base sólida para la elaboración de estadísticas y para organizar datos con fines de análisis. Su creación fue copatrocinada inicialmente por el Banco Mundial. El plan de mejoramiento de la misma, con generación de flujo de caja y un motor de proyecciones y capacidades de simulación de la cartera, avanza en forma relativamente lenta, principalmente por escasez de financiamiento. La base de datos estará plenamente integrada en el sistema de ejecución presupuestaria y en el sistema contable del sector público.

1102. La preservación de los datos electrónicos se respalda mediante el almacenaje de la documentación impresa de carácter jurídico y contable. El sistema de cómputo ejecuta un proceso continuo de elaboración de copias de respaldo. Se ha habilitado, y en parte se utiliza, el método de almacenaje de documentos y datos en CD. El sistema ha sido revisado en cada análisis de debida diligencia correspondiente a la emisión de bonos internacionales. Las operaciones de la unidad de gestión de transacciones están separadas de las de la Unidad de Gestión de la Deuda, y se cuenta con un procedimiento interno uniforme para la entrega de documentos referentes a las operaciones.

Personal

1103. En el marco de las políticas y reglamentos de personal y salarios de la administración general, el MH y el Departamento están tratando de mitigar el problema de los bajos incentivos salariales, principalmente a través del atractivo adicional de una educación funcional disponible *in situ*, a cargo de los funcionarios superiores, que resulta valiosa para los ascensos del personal encargado de la gestión de la deuda, la realización de una política activa y la obtención de respaldo para educación de posgrado a través de licencias con goce de sueldo y, en la mayor parte de los casos, el pago de matrículas académicas. El MH y el Departamento están haciendo todo lo posible para brindar educación para casos específicos a través de seminarios nacionales e internacionales, talleres y actividades similares. En 2001, la participación de los técnicos del DGDP en actividades educativas externas ascendió a 84 días, o sea alrededor de un 30% más que el promedio del MH, proporción que no es insignificante teniendo en cuenta la capacitación técnica constante que requiere el proceso de adhesión a la Unión Europea. También estamos procurando promover la responsabilidad profesional del personal subalterno a través de un sistema de mentores. No obstante, la rotación del personal calificado, especialmente del personal de la Unidad de Gestión de la Deuda, constituye un permanente disuasivo en materia operacional y, sobre todo, del desarrollo.

1104. El personal encargado de la gestión de la deuda está sujeto al código de conducta aplicable a los funcionarios del gobierno general, que comprende normas sobre conflictos de intereses. Éstas están enunciadas en mayor detalle, en el caso de los empleados del MH, en las normas internas relativas a las condiciones específicas aplicables a los empleados del ministerio. En ellas se detallan las normas de gestión de los asuntos financieros personales de los empleados. Dentro del departamento, los contactos con organismos financieros y con la prensa están sujetos a un código de conducta tácito.

B. Evaluación y gestión de costos y riesgos

1105. El grueso de la deuda del gobierno central se originó en la asunción, por parte de Eslovenia, de una parte de la deuda externa de la ex Yugoslavia y en las operaciones de rehabilitación de los bancos y reestructuración de empresas. El incremento autónomo de la deuda como consecuencia de la indexación del principal es el segundo en importancia de los factores que explican ese incremento, seguido por la variación del tipo de cambio y el financiamiento del déficit presupuestario, que son los factores que menos contribuyen al aumento de la deuda.

1106. Con respecto a la deuda externa, un reconocimiento temprano de las obligaciones de sucesión en la soberanía por parte del gobierno permitió restablecer el acceso del país a los mercados internacionales de capital e hizo posible la gestión y reducción de los riesgos inherentes a la cartera de la deuda externa. El restablecimiento de los vínculos con los mercados financieros internacionales fue esencial para garantizar un funcionamiento normal de la economía (es decir, el financiamiento del comercio exterior y el acceso del sector privado al crédito internacional).

1107. Las operaciones referentes a la deuda externa se encaminaron al objetivo de reestructurar la costosa deuda no negociable asumida mediante la emisión de valores a largo plazo (a 10 años) denominados en euros, que será la moneda interna de Eslovenia tras el ingreso del país en la Unión Monetaria Europea. Esas operaciones tendieron principalmente a reducir el riesgo de refinanciamiento del perfil total de la deuda (deuda del sector público y del sector privado) y el riesgo de una posible crisis de balanza de pagos. Otro de los objetivos fue establecer parámetros de referencia para los prestatarios eslovenos en los mercados internacionales.

1108. En la esfera interna, la mayor parte de la deuda emitida inicialmente consistió en emisiones de bonos asociadas a la rehabilitación de bancos y la reestructuración de empresas. El gobierno emitió bonos indexados administrativamente en función de la inflación y de monedas extranjeras, con un programa de vencimientos de 5 a 22 años. Esta estrategia, que redujo el riesgo de refinanciamiento y la utilización de crédito externo, se elaboró teniendo en cuenta la evolución de la situación en los pequeños mercados financieros internos.

Estrategias de gestión de la deuda

1109. El principio en que se basan las actividades de gestión de la deuda, habida cuenta de la escala del financiamiento estipulada por el presupuesto anual, consiste en armonizar los objetivos de minimización del costo del endeudamiento a largo plazo y una estructura de vencimientos que garantice un nivel de riesgos viable en materia de refinanciamiento de la deuda, así como una estructura de monedas y tasas de interés que reduzca al mínimo, entre otros, los riesgos cambiario y de tasas de interés.

1110. Para determinar el programa anual de financiamiento, el MH tiene en cuenta el objetivo de reducir al mínimo el riesgo de refinanciamiento y lograr un nivel óptimo en cuanto al riesgo de mercado, en función de la neutralidad de divisas deseada para los empréstitos. En materia de endeudamiento externo, el MH se esfuerza por establecer el más alto nivel de presencia posible en el mercado y ampliar la base de inversionistas, eligiendo principalmente el euromercado, cuyos participantes son los que poseen un conocimiento más profundo de Eslovenia como país emisor y como entidad socioeconómica. Al mismo tiempo, como el comercio exterior de Eslovenia se realiza en sus dos terceras partes en Europa, y como el euro es la moneda potencial de Eslovenia, se trata del mercado más neutral en cuanto a riesgo cambiario.

1111. Al determinar la fuente de obtención de préstamos, el factor principal consiste en dar prioridad al mercado interno sin perturbar las condiciones del mercado ni desplazar al sector privado. Además se ha restringido en la mayor medida posible el financiamiento externo, limitándolo al refinanciamiento de la deuda externa y a los pagos de intereses en moneda extranjera.

1112. En todo caso, los riesgos inherentes a la estructura de la deuda pública son objeto de seguimiento y evaluación cuidadosos. Se están adoptando medidas orgánicas y jurídicas acordes a la evolución del sistema jurídico y económico esloveno en el proceso de transición al ingreso del país en la Unión Europea, a fin de eliminar diferentes riesgos o establecer coberturas frente a los mismos. El MH procura constantemente lograr un grado de estandarización de las emisiones internas que garantice al mercado la oferta necesaria. Actualmente procura negociar una serie de bonos de tasas de interés variables en tolares eslovenos con plazos de tres a cinco meses (en que la inflación es la parte variable de la tasa de interés variable) y bonos denominados en eurobonos a 10 años, así como letras de Tesorería con tasas de interés fijas nominales a 3, 6 y 12 meses, en proporción acordada por el programa anual de financiamiento y conforme a un calendario de subastas fijo, lo que agrega transparencia y previsibilidad a la oferta. En 2002, el MH comenzó emitiendo bonos denominados en euros a 15 años y bonos en tolares eslovenos a tres años, con tasas de interés nominales fijas, en sustitución de la actual emisión con tasas variables a tres años. El MH está utilizando el mecanismo de la reapertura, cuando resulte conveniente para establecer niveles de referencia o por motivos de costos, en los mercados externos e internos.

1113. La capacidad financiera interna se ha visto afectada por la escasa profundidad del mercado financiero, y hasta hace poco también por los controles a los movimientos de capital

(eliminados por etapas entre 1999 y el 1 de enero de 2002). La afluencia de inversiones de cartera tenía unos costos prohibitivos, que afectaban sin excepción a los instrumentos a largo y corto plazo, lo cual limitaba la participación de los inversionistas externos en el mercado de valores públicos. Es dentro de esos límites que las operaciones se encaminaron a financiar las necesidades de préstamos sin recurrir a un considerable incremento de la deuda externa y a la monetización, lo que habría dificultado el logro de sus objetivos monetarios por parte del banco central (M1 hasta 1997 y en lo sucesivo M3). A partir de 2002, el banco central aplica un enfoque “de dos pilares” para la ejecución de la política monetaria. Conforme al primer pilar, se sigue haciendo hincapié en el control del dinero en sentido amplio y sus componentes, en tanto que el segundo pilar comprende diversos indicadores reales y financieros, internos y externos.

1114. Se están utilizando canales de financiamiento no de mercado para una proporción más pequeña de los empréstitos a corto plazo; el régimen legal pertinente permite al MH solicitar a las instituciones públicas que pongan a disposición del gobierno sus superávit de caja, a tasas de mercado, por plazos determinados a través de la aceptación de pagarés, en lugar de recurrir al mercado general. No se permite obtener préstamos del BE.

1115. El MH prepara pronósticos de liquidez anuales, trimestrales, mensuales y semanales. Los responsables de la gestión de la liquidez y de la gestión de la deuda constituyen, junto con representantes del departamento de ejecución presupuestaria y de asuntos tributarios, un cuerpo de trabajo permanente en el ministerio, denominado “Comité de Liquidez”, que controla las previsiones constantemente reajustadas y determina las medidas apropiadas. En constante colaboración con el asesor residente del FMI, el MH está mejorando sus tecnologías de gestión de liquidez y gestión presupuestaria así como sus pronósticos sobre el ingreso y el gasto fiscales.

1116. La política del MH consiste en suministrar en forma continua instrumentos de largo plazo y, en la proporción pertinente, de corto plazo, pero no existen disposiciones financieras, fiscales u otro tipo de reglamentos que obliguen a adquirir títulos públicos o a mantener tenencias de los mismos.

Principales riesgos de la cartera de deuda

1117. En el pasado, la proporción de la deuda correspondiente a obligaciones externas aumentó lenta pero constantemente, lo que obedece principalmente a que en el proceso de sucesión Eslovenia asumió parte de la deuda de la antigua federación yugoslava, cuya estructura (en cuanto a monedas, plazos de vencimiento y tasas de interés) no contribuía al aumento de la deuda. No obstante, ese coeficiente aumentó también, en virtud de la reducida escala del mercado financiero interno, que hasta 2002 no ofrecía la posibilidad de financiar el déficit presupuestario y refinanciar en su totalidad el reembolso del principal en tolares mediante empréstitos negociados en el mercado financiero interno.

1118. En cuanto a la estructura de los instrumentos, se advierte un sostenido incremento de la proporción correspondiente a los títulos-valores y una disminución de la proporción

correspondiente a los préstamos. La proporción correspondiente a la deuda frente a gobiernos extranjeros y organismos supranacionales también está disminuyendo, y va en aumento la correspondiente a la deuda frente a bancos comerciales y otros acreedores. Ambas tendencias, que son sostenidas, obedecen a la modificación de la estrategia y las condiciones de financiamiento, lo que se traduce en que, desde 1996/97, Eslovenia se haya venido financiando principalmente en los mercados financieros, utilizando mecanismos e instrumentos de mercado.

1119. La deuda consiste, predominantemente, en instrumentos a largo plazo, que al final de 2000 representaban el 95,5% (plazo a la fecha de emisión) y el 91,7% (plazo hasta el vencimiento) del total de la deuda. Esa estructura revela escaso riesgo de refinanciamiento, pero la deuda interna a corto plazo registra un acelerado incremento.

1120. El riesgo de mercado es el que suscita más atención; interesa, en especial, reducir la inestabilidad del servicio de la deuda en moneda nacional y el efecto de la indexación en cuanto a la dinámica del saldo de la deuda. El objetivo y la política consisten en modificar paulatinamente la composición de la cartera de la deuda, pasando de una deuda indexada en función de la inflación (mediante la cesación de las emisiones en ese tipo de instrumentos a partir de 2000) y de la deuda indexada en moneda extranjera a instrumentos nominales. Se ha establecido una estrategia de aplicación paulatina en cuyo contexto se introducen instrumentos de deuda con tasas fijas y se sustituye la deuda en moneda extranjera por instrumentos denominados en una moneda menos inestable (el euro).

1121. La mayor parte del riesgo que afecta a la cartera interna obedece a la preponderancia de los instrumentos de deuda con costo variable en moneda nacional. Los instrumentos de mayor riesgo son los indexados en función de la inflación. Debido a la gran inestabilidad de la inflación y a que las tasas de la misma se han situado en cifras de un solo dígito relativamente altas, dichas tasas han influido considerablemente sobre el nivel de la deuda.

1122. En la estructura de las tasas de interés y los tipos de instrumentos se registra desde 1997 una clara tendencia, caracterizada, en especial por la disminución de la proporción correspondiente a los instrumentos vinculados con índices y el aumento de la correspondiente a los instrumentos con tasas de interés fijas. La actual estructura revela un acelerado incremento de la proporción correspondiente al euro, frente a una acelerada disminución de la correspondiente al dólar de EE.UU. Las tendencias que revelan los cambios de la estructura de la deuda obedecen principalmente a la aplicación de las orientaciones y los objetivos estratégicos y la gestión de la deuda. Se prevé que estas tendencias continuarán en el futuro.

Análisis de riesgos asumidos para aplicar la estrategia

1123. Para medir el riesgo, el Ministerio de Hacienda se basa en una definición general del costo, que se mide como valor actualizado del servicio de la deuda (principal e intereses en moneda nacional). El riesgo se mide como la diferencia entre el valor actualizado del

escenario de referencia y escenarios alternativos de valores actualizados basados en un posible comportamiento diferente de variables básicas que afectan al servicio de la deuda.

1124. El ministerio lleva a cabo evaluaciones periódicas de riesgos basadas en el impacto de la modificación de variables exógenas sobre la estructura y el costo de la cartera de la deuda. El costo de los instrumentos —con excepción de las letras de Tesorería, que son instrumentos de tasas de interés fijas a corto plazo— depende de la evolución de diferentes variables de precios (inflación, tasas de interés o tipos de cambio). Por lo tanto, el análisis de la evolución pasada y futura de diferentes precios y su impacto sobre la estructura y el costo de la cartera de la deuda es importante para evaluar el riesgo de la cartera. El MH se basa en sus propias previsiones y en previsiones externas de las principales variables de precios y tasas de interés.

1125. El riesgo de mercado y el riesgo de refinanciamiento se cuantifican periódicamente. Se calcula la elasticidad del costo de la cartera en relación con la evolución de diversas variables, lo que sirve para ejecutar la estrategia anual de endeudamiento de modo de reducir el riesgo de mercado. Análogamente, se evalúan diversas estrategias de emisión en relación con el perfil de plazos de vencimiento deseado en el mercado interno e internacional. Para reducir el riesgo de mercado y lograr el perfil de plazos de vencimiento deseado se realizan, inter alia, operaciones de recompra, que son discretionales y pueden ejecutarse a lo largo del año. Se llevan a cabo análisis de sostenibilidad de la deuda, a los que se agrega la evaluación del impacto del servicio de la deuda externa sobre la sostenibilidad de la balanza en cuenta corriente.

1126. La evolución de las necesidades de financiamiento y del perfil de plazos de vencimiento en un contexto dinámico (teniendo en cuenta las estrategias de rescate y de nuevas emisiones) reviste importancia para evaluar el costo, a mediano plazo, del riesgo de refinanciamiento y de la estrategia de emisión de instrumentos. El software actualmente existente no permite aplicar técnicas estadísticas y de simulación avanzadas. El análisis consiste principalmente en considerar escenarios simples. El MH está mejorando las aplicaciones de bases de datos para evaluar el riesgo en etapas corrientes. En la actualidad recurre a modelos simples, ejecutados en hojas de cálculo.

1127. La evaluación de la capacidad del mercado interno y su evolución, y del acceso a los mercados internacionales es también un componente esencial para la determinación del costo y el riesgo y el programa de financiamiento.

1128. El riesgo operacional no se evalúa, pero se tiene en cuenta en el marco del continuo proceso tendiente a evitar errores y fallas en las diversas etapas de ejecución y registro de transacciones. La labor tendiente a reducir ese riesgo consiste en unificar el régimen legal de responsabilidades en materia de ejecución presupuestaria y reglamentar los procedimientos. Dentro del DGDP, la competencia en materia de gestión de la deuda se distribuye entre la unidad de gestión de la deuda y la unidad de gestión de transacciones con funciones y responsabilidades claramente definidas y líneas jerárquicas separadas.

Parámetros de referencia para la deuda interna

1129. En la actualidad no existen parámetros de referencia para el desempeño. El MH no tiene una cartera de referencia explícita dotada de objetivos, pero las medidas de política económica a largo plazo se rigen por directrices de políticas encaminadas a lograr determinada composición de la cartera que garantice un costo bajo y riesgos limitados. El programa anual de financiamiento establece las medidas pertinentes de conformidad con objetivos a largo plazo, y en el informe anual sobre la deuda se analizan los resultados de las medidas de política económica a fin de determinar si éstos han sido coherentes.

Estrategias activas de gestión de la deuda

1130. Las operaciones de recompra y la ejecución de opciones de compra son algunas de las operaciones del MH tendientes a reducir el costo del servicio de la deuda. Hasta 2002 las operaciones de recompra se han realizado principalmente en mercados internacionales, ya que las actividades relativamente reducidas del MH no perturbaron las condiciones allí imperantes. En el mercado interno, el principal instrumento ha sido la ejecución de opciones de compra teniendo en cuenta la capacidad global de endeudamiento del MH. No se realizaron operaciones de recompra en el mercado interno en virtud del nivel relativamente modesto de desarrollo de ese mercado. La ley reglamenta estrictamente las operaciones de gestión activa de la deuda. Se han establecido criterios para su ejecución, que comprenden la demostración de economías de costos o mejoras en la estructura de la cartera de la deuda sin incremento del monto de la deuda pendiente.

Pasivos contingentes

1131. El seguimiento de los pasivos contingentes explícitos se realiza en el mismo marco que la deuda central. Solo se puede incurrir en ese tipo de obligaciones cuando la ley lo permite; las entidades obligadas (por ejemplo las que se endeudan con garantía pública) son objeto de seguimiento por el MH a través de todo el proceso respectivo.

1132. Las garantías cuya ejecución sea previsible (en virtud de liquidación, quiebra, etc., de los beneficiarios) dan lugar a la formación de reservas presupuestarias claramente definidas, y se ha establecido un conjunto de procedimientos de recuperación. La utilización sistemática de proyecciones de refinanciamiento a corto plazo impide el surgimiento de grandes pasivos impagos en algún punto del sistema.

Desarrollo de un mercado de deuda del sector privado

1133. El Ministerio de Hacienda es consciente de la importancia de los valores públicos y de establecer una curva de rendimientos de referencia como base para la determinación del precio de los instrumentos de deuda del sector privado. En el mercado internacional se procura continuamente ampliar la base de inversionistas y mantener una curva de rendimientos representativa para ampliar el acceso de los inversionistas internos a esos mercados, existiendo una clara referencia de precios para la determinación del precio de sus

transacciones. En el mercado interno, el objetivo ha pasado de la emisión de instrumentos de deuda indexados a instrumentos de tasas fijas para establecer una curva de rendimientos interna. El proceso es paulatino. Consistió primero en introducir instrumentos de tasas variables como paso intermedio hacia la utilización de instrumentos de tasas fijas, la estandarización de los plazos de vencimiento y la introducción de instrumentos de tasas fijas a corto plazo. El paso siguiente consiste en la emisión de instrumentos de tasas fijas a largo plazo y la ampliación de sus plazos de vencimiento. Es importante señalar que en el mercado interno se emite un bono denominado en euros a 10 años, y luego a 15 años, que ayuda a establecer el precio de otros instrumentos a largo plazo.

C. Desarrollo de mercados de títulos públicos

1134. El marco del mercado de valores públicos de Eslovenia tiene como antecedentes el entorno hiperinflacionario heredado de la antigua Yugoslavia y la firme orientación de política económica aplicada hasta 1997, en que el presupuesto era equilibrado o superavitario. El referido escenario de hiperinflación hacía que todos los contratos financieros de la economía se indexaran en función de la inflación, expresándose el índice como tasa de interés básica (promedio de los últimos tres meses de inflación y ulteriormente de los últimos 12 meses) calculada por el BE. Recién en 1998 aparecieron las letras de Tesorería con plazos de vencimiento de 6 y 12 meses, como primeros instrumentos nominales denominados en moneda nacional. Hasta 1997 la emisión de letras de Tesorería era tan solo esporádica, porque la situación fiscal era relativamente holgada. El grueso de la deuda interna corresponde a operaciones de rehabilitación de bancos y reestructuración de empresas realizadas tras la independencia (1991). En cuanto al tipo de instrumentos emitidos con esos fines, se trataba de bonos indexados en función de la inflación o bonos indexados en moneda extranjera con diferentes plazos de vencimiento. Esos instrumentos fueron emitidos en el ámbito administrativo (no en el mercado) y hasta 1997 fueron los únicos instrumentos a largo plazo disponibles.

1135. En 1997, al surgir el déficit presupuestario, comenzaron a emitirse esporádicamente “bonos indexados en función de la inflación”, sin un calendario anunciado con anticipación. La emisión esporádica de bonos indexados continuó en 1998 y 1999 sin plazos de vencimiento estandarizados. A partir de 2000 se emitieron bonos con regularidad siguiendo un calendario anunciado por anticipado, y se estandarizaron los plazos de vencimiento, estableciéndose así bonos de tasas de interés variables a tres y cinco años (en que la indexación es la parte variable de la tasa de interés variable), como parte de la estrategia tendiente a avanzar hacia la introducción de instrumentos de tasas fijas denominados en moneda nacional y bonos denominados en moneda extranjera, de tasas fijas, a 10 años. Mediante los bonos se procuraba repartir el saldo de la deuda a lo largo de la curva de rendimientos para reducir al mínimo el riesgo de refinanciamiento. Se unificaron diferentes fórmulas de cálculo de intereses utilizadas anteriormente para promover las transacciones en el mercado secundario y la transparencia. El proceso de fortalecimiento de la estructura del mercado, que comprende la introducción de mejoras en el mecanismo de las subastas, la estandarización y la emisión de instrumentos sencillos, el anuncio y el calendario de

necesidades de financiamiento, contribuye al desarrollo del mercado y ayuda a ampliar la base de inversionistas.

1136. Los bonos a 10 y 15 años fueron introducidos para satisfacer la demanda de los inversionistas institucionales. Están denominados en moneda extranjera y son pagaderos en moneda nacional, como paso intermedio hacia la adopción de tasas nominales. Si Eslovenia se convierte en país miembro de la UE, los bonos denominados en euros serán reembolsados en euros.

1137. En 2002, el MH emitió por primera vez un bono de tasa fija a tres años denominado en moneda nacional, y paulatinamente sustituirá los instrumentos con otros vencimientos por instrumentos de tasas fijas, con lo cual no solo se procura reducir el riesgo de mercado, sino también crear una curva de rendimientos identificable e intensificar las operaciones. El MH cree también que solo mediante instrumentos de tasas fijas puede crearse un mercado secundario líquido en valores públicos. Cuando los inversionistas adquieren instrumentos de tasas variables o indexados en función de la inflación están cubiertos contra el riesgo de inflación, lo cual actúa como disuasivo de transacciones basadas en las expectativas inflacionarias. Los bonos indexados en función de la inflación son los instrumentos que menos se negocian en el mercado secundario.

1138. El MH reabre emisiones sucesivas varias veces a lo largo del año conforme a un calendario anunciado con anticipación, hasta que llega al nivel deseado (nivel de referencia). Se ha utilizado esta técnica porque la suscripción por cada subasta es de proporciones reducidas.

1139. La emisión de letras de Tesorería también se hizo sistemática a partir de 1998. Primero, en mayo de ese año se introdujo una letra de Tesorería a tres meses; luego una letra a seis meses, en octubre de 1999, y una letra a un año en mayo de 2000. A través de esos instrumentos se procura crear una fuente —flexible y eficaz en función de los costos— de crédito a corto plazo para financiar insuficiencias de liquidez, y se ha contribuido en forma decisiva a introducir tasas nominales en la economía y a crear una curva de rendimientos en el mercado de dinero.

1140. El MH y el BE emiten sus respectivos instrumentos. El MH emite letras de Tesorería y bonos y el banco central sus propias letras. El MH emite valores a través de un mecanismo de subastas y acepta el precio de mercado, y el BE lo hace mediante una emisión continua, y recientemente a través de subastas. Emitir diferentes instrumentos no es incompatible con asignarles precios diferentes, pero puede existir competencia entre distintos valores en el mercado secundario.

Subastas

1141. Los instrumentos se emiten a través de subastas: los bonos, mediante subastas con precios múltiples; las letras de Tesorería a través de subastas de precio fijo. Las subastas tienen un carácter jurídico público y son llevadas a cabo por el MH.

1142. En cuanto a los instrumentos a corto plazo, pueden participar todos los sectores, salvo el BE. Todos los participantes intervienen a través de operadores primarios, los bancos comerciales, que son operadores registrados de negociación de valores.

1143. En las subastas de instrumentos a largo plazo pueden participar los bancos; los operadores de valores y otras compañías; fondos, incluidos los organismos públicos o gubernamentales (es decir, todos los sectores, salvo el banco central); las entidades interesadas poseedoras de medios técnicos y de otro género adecuados pueden participar en las subastas directamente mediante acuerdos con el MH (el DGDP). Otros participantes del mercado, incluidos los hogares, lo hacen a través de bancos comerciales que sean operadores registrados de negociación de valores.

Mercado secundario

1144. A fin de crear un mercado secundario eficiente de valores públicos, la primera tarea consistió en suministrar instrumentos fácilmente comercializables y dotados de características sencillas y un flujo de caja claramente identificable. Para alcanzar esa meta el MH está estableciendo, como ya se señaló, una estrategia de nominalización de los principales instrumentos de deuda, que comprende la introducción de letras de Tesorería con diferentes plazos de vencimiento, y la sustitución de los instrumentos indexados en función de la inflación por instrumentos con tasas de interés variables y luego por instrumentos de tasas fijas. La adopción de bonos con tasas variables comprendió también la paulatina simplificación de las fórmulas de los bonos de modo de no causar perturbaciones en el mercado. Esa evolución ha promovido también una evolución similar de los productos ofrecidos por el sistema bancario interno.

1145. En Eslovenia, el banco central lleva a cabo operaciones de mercado abierto exclusivamente con letras del banco central, lo que puede actuar como disuasivo a los efectos de la negociación de valores públicos en el mercado secundario. No obstante, el BE cumplió una función catalizadora al contribuir al establecimiento de un mercado extrabursátil de valores públicos a corto plazo (noviembre de 2001). En especial, diseñó su marco regulador. Las transacciones extrabursátiles en bonos públicos también comenzaron recientemente (agosto de 2001) y la actividad relativa a ambos tipos de instrumentos aumentó en forma sostenida. El BE contribuye también al diseño del marco regulador de operaciones de recompra de valores públicos a corto plazo en el mercado extrabursátil. El acelerado crecimiento de las transacciones extrabursátiles se debe a que son de menor costo, pues no se les aplican comisiones de corretaje ni las bajas comisiones que cobra el Organismo de Compensación y Liquidación (KDD).

Acceso a los mercados financieros nacionales e internacionales

1146. Para mantener el acceso a los mercados financieros internos e internacionales, el MH mantiene frecuentes contactos con inversionistas y hace un seguimiento de la evolución de los mercados financieros y las preferencias de los inversionistas. La estrategia ha consistido también en emitir instrumentos de deuda con plazos de vencimiento estándar y, dentro de los

límites de las necesidades de financiamiento, en una escala que los hace más atractivos para los inversionistas. En el mercado internacional, el DGDP ha procurado establecer una curva de rendimientos que ayude a determinar el precio de las transacciones. El DGDP procura establecer una escala que garantice cierto grado de liquidez para los inversionistas y al mismo tiempo no represente un riesgo de refinanciamiento para la cartera. En el mercado interno se dan a conocer por anticipado a los inversionistas los planes de emisión, a fin de evitar sorpresas o el aprovechamiento de las ventajas que ofrecen coyunturas especiales. El DGDP procura dar fiabilidad a su estrategia y a su sistema de determinación del precio de las transacciones. Al preparar el programa anual de financiamiento se tiene en cuenta también la preferencia de los inversionistas con respecto a determinados instrumentos.

Compensación y liquidación

1147. Eslovenia utiliza un sistema electrónico para la liquidación y compensación de todas las transacciones de valores que tienen lugar en la Bolsa de Valores Local (de Ljubljana) (LJSE). Todas las transacciones realizadas en ella se dan a conocer automáticamente al Organismo de Compensación y Liquidación (KDD). La liquidación se realiza en un régimen T+2, conforme a un sistema de entrega contra el pago. Las normas de la KDD son compatibles con las normas internacionales del G-30 y con las nueve medidas recomendadas en 1989 para las cámaras de compensación. Se está evaluando el cumplimiento de las recientes recomendaciones (CSLP-OICV) adoptadas en noviembre de 2001.

Asuntos tributarios

1148. En la actualidad, los ingresos por concepto de intereses y las ganancias de capital provenientes de los valores públicos están gravadas dentro de la amplia categoría del impuesto sobre la renta de las sociedades (IRS). Los ingresos por concepto de intereses provenientes de los valores públicos están exentos del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF). Toda ganancia suscitada por el aumento del precio del valor de un instrumento cuando éste se vende dentro de los tres años siguientes a la fecha de su adquisición se trata como ganancia de capital a los efectos del IRPF. No existen diferencias, con respecto al tratamiento de los valores públicos con fines tributarios, entre las sociedades financieras y las no financieras. Tampoco existe distinción alguna entre la renta corriente y las ganancias de capital a los efectos del IRPF. No se aplica un impuesto de retención en la fuente a los ingresos provenientes de valores públicos en el caso de residentes ni de no residentes. Están exentas del IVA las transacciones en valores y acciones en los mercados primario y secundario.

Anexo

Marco jurídico

1149. Las siguientes son las principales disposiciones del marco jurídico, contenidas en los Artículos 81 a 84 de la Ley de finanzas públicas:

“El gobierno central puede contraer deudas en la esfera local y en el exterior hasta el nivel que estipule la ley (es decir, hasta la suma necesaria para financiar el déficit y realizar el reembolso de la deuda en el ejercicio corriente). En un periodo de financiamiento temporal el gobierno central puede contraer deudas hasta el monto necesario para el reembolso de la deuda corriente.

Si, debido a desfases de las corrientes, el gasto presupuestario no puede cubrirse con ingresos presupuestarios corrientes, el gobierno central puede obtener préstamos para atender necesidades de liquidez, si su monto no supera el 5% del último presupuesto ordinario.

A través de la realización de giros contra préstamos y de emisiones de valores, el banco central puede obtener el financiamiento necesario para reembolsar la deuda pública antes de que se haga exigible, o para adquirir sus propios valores, a condición de que:

- 1. Se respalden las medidas tendientes a lograr la estabilidad económica.*
- 2. Se reduzca el costo de la deuda del gobierno central.*
- 3. O se logre una cartera de la deuda de mejor calidad sin incrementar la deuda del gobierno central.*

El gobierno central o los gobiernos locales pueden, además, celebrar otras transacciones de deuda para administrar los riesgos cambiarios y de tasas de interés vinculados con sus respectivas deudas (transacciones con instrumentos derivados). El gobierno central puede adquirir y vender sus propios instrumentos de deuda dentro o fuera del mercado de valores organizado. Los fondos necesarios para la adquisición de valores deberán figurar en el presupuesto del gobierno central.

Las decisiones referentes a las transacciones relacionadas con el endeudamiento del gobierno central, la gestión de la deuda del gobierno central y las medidas de intervención en los mercados de valores son de competencia del ministro responsable de los asuntos financieros, quien al adoptarlas deberá basarse en el programa anual de financiamiento aprobado por el gobierno.

La conclusión de las operaciones referentes a la deuda son de competencia del ministro responsable de los asuntos financieros u otro funcionario autorizado por escrito por el ministro.

La adopción y ejecución de las decisiones referentes a la obtención de préstamos con fines de liquidez son de competencia del ministro responsable de los asuntos financieros u otro funcionario autorizado por escrito por el ministro.”

1150. El Artículo 85 establece normas referentes al financiamiento de los gobiernos locales:

“Los gobiernos locales pueden obtener préstamos y administrar deudas previa aprobación del ministro responsable de los asuntos financieros y en las condiciones establecidas por la ley con respecto al financiamiento de dichos gobiernos. Las transacciones de obtención de préstamos no aprobadas previamente por el ministerio de asuntos financieros se considerarán nulas y carentes de valor. Si es imposible equilibrar la aplicación del presupuesto porque los ingresos no afluyen con regularidad, los gobiernos locales podrán obtener préstamos con fines de liquidez, aunque por un monto máximo del 5% del último presupuesto ordinario. A menos que una ley especial estipule otra cosa, los ingresos provenientes de la gestión del efectivo representan ingreso presupuestario, en tanto que los gastos correspondientes al endeudamiento con fines de liquidez y con cargo al presupuesto representan gasto presupuestario. Los gobiernos locales están obligados declarar al ministerio de asuntos financieros los préstamos que obtengan y los reembolsos de la deuda que efectúen, del modo que disponga el ministro responsable de la cartera financiera.”

XV. SUDÁFRICA⁸⁷

1151. Desde fines de la década de los años setenta, el mercado de valores públicos sudafricano ha recorrido varias etapas. Antes de ese período no existía una tasa de mercado oficial y preponderante. El gobierno emitía bonos a la par periódicamente, cuando era necesario. Al comenzar a desarrollarse el mercado, el gobierno comprendió que era importante crear bonos de referencia a lo largo de la curva de rendimientos, para incrementar la liquidez. Al iniciarse la década de los noventa se vislumbraba una “trampa de la deuda”, por lo cual el gobierno dio mayor importancia a la gestión de la deuda. El marco macroeconómico creado en el contexto del Programa de Crecimiento Económico, Empleo y Redistribución (GEAR) del gobierno estaba destinado a enfrentar, entre otros retos económicos, el de llevar el total de la deuda a niveles manejables. En consecuencia, el Departamento de Hacienda elaboró un marco de doctrinas y principios de gestión de su deuda, que condujo a la sanción de directrices y a la preparación de estrategias de gestión más activa de la deuda.

1152. Actualmente el gobierno central, las entidades de propiedad estatal y los gobiernos locales de Sudáfrica tienen a su cargo la emisión de más del 95% del total de los instrumentos con tasas de interés fijas en el mercado. El gobierno se ha esforzado en ser un prestatario confiable y responsable en la esfera interna y en el exterior. El financiamiento se concentra en grandes bonos de referencia líquidos, a fin de brindar liquidez al mercado.

1153. Actualmente el gobierno puede satisfacer plenamente las necesidades de financiamiento en un mercado interno avanzado, líquido y adecuadamente regulado. Se ha prestado mucha atención a los aspectos estructurales, legales e infraestructurales de la labor tendiente a respaldar el desarrollo del mercado. Se mantiene una interrelación regular con la Bolsa de Bonos de Sudáfrica, la Junta de Servicios Financieros y el Banco de la Reserva de Sudáfrica (BESA, FSB, SARB, en sus respectivas siglas en inglés), para coadyuvar al adecuado control del mercado interno. El gobierno mantiene, además, una relación transparente con el mercado. Se ha puesto a disposición de los interesados información sobre cifras presupuestarias clave y estrategias de financiamiento. En consecuencia, la estrategia de gestión de la deuda de Sudáfrica ha superado la etapa que caracteriza a la mayoría de los mercados emergentes, y se ha aproximado a la de los mercados desarrollados de los países industriales.

A. El mercado interno antes de 1990

1154. En los años setenta, las nuevas emisiones de bonos públicos se vendían en subastas públicas periódicas. Habitualmente, el Secretario de Hacienda emitía bonos a la par tres o cuatro veces por año, generalmente de modo que coincidieran con la fecha de vencimiento de un bono. No existía un mercado secundario activo ni por lo tanto una tasa de interés de mercado preponderante. No obstante, varias investigaciones e informes sobre la futura

⁸⁷Este estudio de caso fue preparado por la Tesorería Nacional de la República de Sudáfrica.

evolución del mercado de capitales de Sudáfrica —el informe de la Comisión De Kock, el informe Stals, y el informe Jacobs— destacaron la necesidad de reformas. En 1978 surgió un amplio consenso entre todos los participantes del mercado en torno a una real necesidad de desarrollo del mercado.

1155. En 1981, la Eskom (Comisión de Suministro de Electricidad) fue la primera entidad pública en emitir un bono con descuento en el mercado. El gobierno no tardó en hacer otro tanto. En los primeros años de la década de los ochenta el gobierno emitía bonos basados en un sistema continuo de extremo abierto, sin limitación hasta que se hubiera emitido el monto total asignado, conforme a lo especificado en el prospecto respectivo. En relación con cada monto emitido se introducía en el mercado un nuevo bono. En este período no existía una separación clara entre la política monetaria y la política fiscal. Las emisiones primarias se utilizaban para financiar el gasto público y realizar transacciones en el mercado abierto.

1156. A mediados de la década de los ochenta importantes participantes del mercado de capitales establecieron un foro con el gobierno sudafricano para analizar cuestiones de interés común. A la comunidad de los inversionistas le interesaba especialmente la Ley de activos preceptivos, introducida en 1958 para crear fondos para instituciones semipúblicas, como universidades y la radioteledifusora South African Broadcasting Corporation, y para el desarrollo de las antiguas administraciones tribales. Para financiar esas instituciones, los fondos jubilatorios y las compañías de seguros estaban obligadas a invertir parte de sus fondos en activos preceptivos: bonos públicos, bonos con garantía pública, y bonos aprobados y especificados por el Director de Registro Jubilatorio (por ejemplo los bonos de administraciones tribales). Además, a los inversionistas les preocupaban las tenencias de monto reducido de determinados bonos, algunos de los cuales eran ilíquidos.

1157. El régimen de activos preceptivos representaba un grave obstáculo para el desarrollo de los mercados financieros, ya que impedía determinar una tasa de interés de mercado preponderante. Finalmente la ley fue derogada en octubre de 1989, y la supresión del sistema de activos preceptivos sentó las bases de un futuro desarrollo del mercado de capitales en Sudáfrica.

1158. En 1989, el entonces denominado Departamento de Hacienda consolidó varias emisiones más pequeñas para crear los instrumentos de referencia, con plazos de vencimiento de 5, 10, 15 y 20 años. Además, la Eskom y otras entidades públicas comenzaron a cotizar precios de compra y de venta para sus bonos.

B. Evolución en el período 1990–98

Evolución del mercado interno

Desarrollo de la Bolsa de Bonos de Sudáfrica

1159. La creación oficial de una bolsa de bonos se originó en Sudáfrica en recomendaciones formuladas en los informes Stals y Jacobs. Las autoridades admitieron que una

autorregulación por parte de los participantes del mercado era más conveniente y aceptable que un control impuesto. En consecuencia, las empresas de negociación de bonos que desde 1989 administraban una asociación voluntaria denominada BMA (Bond Market Association) quedaron constituidas en 1996 como bolsa formal denominada Bolsa de Bonos de Sudáfrica (BESA).

1160. Para desarrollar el sistema de compensación, la BESA adoptó las recomendaciones del Grupo de los Treinta (G-30) sobre compensación y liquidación. Además estableció una cámara de compensación reconocida, UNEXcor (Universal Exchange Corporation). En la actualidad los miembros de la BESA están en condiciones de utilizar el sistema de información sobre comercio electrónico, y servicios de equiparación y liquidación. Las liquidaciones electrónicas netas tienen lugar cada día de operaciones y son facilitadas por cuatro bancos que son agentes de liquidaciones y por la compañía de su propiedad, Central Depository Ltd.

Introducción de subastas y creación de mercado

1161. A principios de la década de los noventa, el Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB) fue designado agente de emisión, liquidación y creación del mercado de bonos públicos. En septiembre de 1996, el Departamento de Hacienda realizó una encuesta entre los miembros de la BESA y determinados bancos extranjeros para conocer su opinión sobre la manera de mejorar las emisiones y las actividades de equilibrio de precios en el mercado secundario de bonos públicos. Debido a los problemas experimentados con la venta de emisiones primarias al mercado, basada en la demanda, Sudáfrica decidió adoptar la práctica internacional de organizar subastas regulares como método de venta de emisiones primarias de valores públicos al mercado. Para dotar de eficiencia, liquidez y transparencia al mercado secundario de bonos públicos, los participantes adoptaron también el principio de avanzar hacia sistemas oficiales de equilibrio del mercado. En consecuencia, se designaron operadores primarios, cuyo cometido principal consistía en establecer un precio de equilibrio (cotización de precios de compra y de venta) y suministrar liquidez en el mercado secundario de bonos públicos.

Subastas

1162. En 1998 se modificaron los cometidos del SARB, que era un agente de emisiones, liquidaciones y creación del mercado de bonos públicos, y pasó a realizar, en nombre de la Tesorería Nacional, subastas de bonos de referencia conforme a un programa fijo. La Tesorería da a conocer puntualmente a todos los participantes del mercado el programa de endeudamiento del sector público para el ejercicio, incluida la magnitud de las necesidades de préstamos; las fechas de las subastas mediante un calendario; la estructura de vencimientos, y el volumen de las emisiones y los instrumentos que han de emitirse. Siete

días antes de la subasta semanal se anuncia el tipo de instrumentos que han de emitirse. En las subastas de bonos de referencia solo pueden participar los operadores primarios⁸⁸.

Nombramiento de operadores primarios

1163. En 1998 la Tesorería Nacional creó un grupo de 12 operadores primarios, formado por seis bancos locales y seis bancos extranjeros, para reducir el riesgo de refinanciamiento que soportaba el gobierno, en procura de mayor liquidez y eficiencia del mercado de bonos públicos y para suscitar una formación de precios clara y transparente. La introducción del sistema de operadores primarios respaldó también la elaboración de reglamentos de comercialización y protección de los inversionistas y el establecimiento de un procedimiento de compensación y liquidación más eficiente. Otros beneficios que ofrece el sistema de operadores primarios consisten en un mejor análisis y mejores investigaciones del mercado.

1164. Los requisitos que deben cumplirse para ser operador primario, estipulados por la Tesorería Nacional, consisten en que los agentes creadores de mercado, locales y no residentes, mantengan cierto capital mínimo denominado en rand en Sudáfrica. Este capital demuestra su capacidad de enfrentar los riesgos inherentes a las actividades de creación de mercados. Además, pone de manifiesto la firme determinación de desarrollar el mercado interno.

1165. Se establecieron los requisitos que debían cumplirse antes del nombramiento de agentes creadores de mercado. También se consideró necesario un enfoque gradual para la reforma, a fin de evitar perturbaciones inadecuadas para el mercado. Se identificaron dos principales ámbitos de medidas: mejoras estructurales necesarias y medidas tendientes a incrementar la liquidez.

- Entre las *medidas estructurales* cabe mencionar:
 - Creación de un marco jurídico eficiente.
 - Supervisión de mercado de los operadores primarios a cargo del SARB y de la Tesorería Nacional.
 - Introducción del requisito de poseer un capital mínimo para los bancos que quisieran operar como agentes creadores de mercado.
 - Introducción de un sistema de subastas para la venta de bonos públicos a agentes creadores de mercado formales.
 - Desmaterialización de los certificados de bonos.
 - Abreviación del período de liquidación, que pasó a ser T+3.
 - Introducción del sistema de gestión de riesgos en la Tesorería.
- Se entendía por *fortalecimiento de la liquidez* el conjunto de medidas encaminadas a suministrar suficiente liquidez al mercado en sentido amplio, por ejemplo, garantizando la continua existencia de precios de compra y de oferta relacionados con

⁸⁸Se dispone de información sobre este tema en el sitio en Internet, www.treasury.gov.za.

el mercado en volúmenes apropiados y en todas las condiciones del mercado. Estos objetivos se lograron a través de la introducción de bonos de referencia y del establecimiento del mercado de repos.

Otros hechos

1166. También en los años noventa se produjo la emisión del primer bono de una sociedad en el mercado sudafricano, por parte de SA Breweries (SAB), el establecimiento de la Bolsa de Futuros de Sudáfrica (SAFEX) y la creación de un sistema de registro de pagos e inscripción de instrumentos de deuda en la División de Operaciones de Deuda del Departamento de Hacienda.

Marco de doctrinas y principios

1167. A principios y a mitad de la década de los noventa un déficit presupuestario en constante crecimiento, el continuo aumento del saldo de la deuda y el costo creciente del servicio de la misma causaron un intenso debate público con respecto a la sostenibilidad del costo del servicio de la deuda pública. Las tasas de interés eran altas tanto en cifras nominales como reales, y el plazo medio de vencimiento de la cartera de instrumentos de deuda era apenas inferior a 10 años, y alrededor del 60% de esos instrumentos debían refinanciarse dentro de un plazo de cinco años. En consecuencia, era preciso financiar el nuevo déficit neto y además refinanciar un alto porcentaje de la deuda existente, en un entorno de altas tasas de interés. La posibilidad de caer en una trampa de la deuda y la incertidumbre de las potenciales obligaciones llevaron a procurar una gestión prudente de la deuda.

1168. En marzo de 1996, en el marco del examen presupuestario, se anunció una revisión total de la política de gestión de la deuda. Ulteriormente, el Parlamento aprobó un marco de doctrinas y principios de gestión de la deuda pública, el efectivo y los riesgos, cuya finalidad consistía en promover una adecuada comprensión de lo que debía lograrse y establecer una amplia base de apoyo. En el marco se identificaban ámbitos de riesgos, así como las estrategias que debían seguirse. Tras la formulación de recomendaciones en este marco se estableció también una Oficina de la Deuda Pública, oficialmente denominada División de Gestión de Activos y Pasivos (GAP) del Departamento de Hacienda (actualmente denominado Tesorería Nacional). El gráfico siguiente ilustra la actual estructura de la División de GAP.

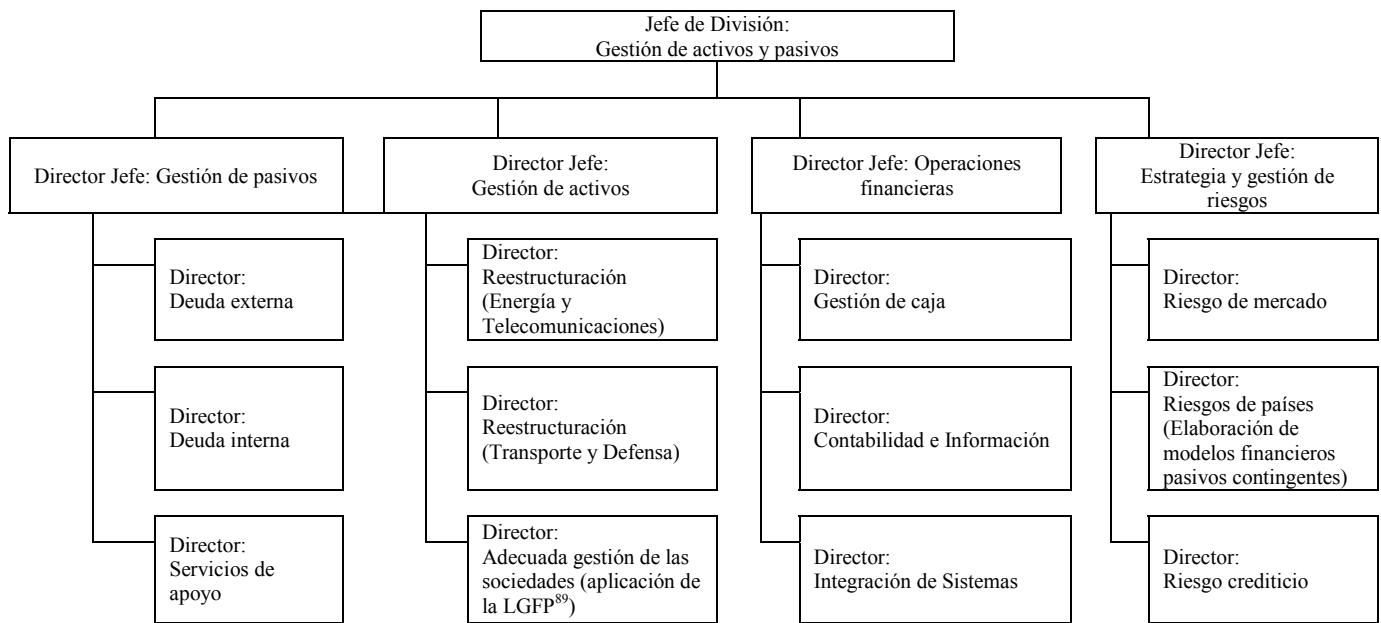
C. Evolución a partir de 1999

Evolución de la estrategia de gestión de la deuda pública

1169. El desempeño de los mercados de capital sudafricanos en las crisis financieras de 1997/98 demostró que el mercado de bonos públicos sudafricanos había dejado de ser incipiente. No obstante, resultaba evidente que debían modificarse los objetivos de gestión de la deuda para hacer frente a nuevas dificultades. El hecho de que los inversionistas estuvieran

dispuestos a comprometer sus fondos en el extremo largo de la curva (plazo de vencimiento de 27 años) y la activa participación de los inversionistas extranjeros implicaban la necesidad de modificar el enfoque de gestión de la deuda. En un estudio titulado “Comprehensive Debt Management Framework” se identificaron determinados vacíos de políticas que debían tratarse de llenar y se propuso la modificación de los objetivos de gestión de la deuda, inclusive a través de recomendaciones referentes a un enfoque táctico en esa materia.

Estructura de la División de GAP



Vacíos de políticas e instrumentos identificables

- *Diseño y uso de instrumentos.* Aunque se introdujeron instrumentos de deuda de bajo costo, como los bonos vinculados con la inflación, fue necesario considerar la posibilidad de introducir el bono de tasas de interés fijas con cupón bajo. El diseño y la utilización de instrumentos de cupón bajo es congruente con los lineamientos de la política gubernamental de introducción de un sistema de fijación de objetivos de inflación, que ha contribuido a reducir las expectativas no razonables con respecto al futuro de esas tasas. Se han utilizado con éxito nuevos bonos de cupón bajo como bonos de destino en los canjes.
- *Uso de instrumentos derivados.* Cuando Sudáfrica aún estaba elaborando un marco de gestión de riesgos no se utilizaban instrumentos derivados, aunque esta situación

⁸⁹Ley de Gestión de las Finanzas Públicas.

- podría cambiar en el futuro cercano. Se está debatiendo el tema de la utilización de instrumentos derivados, como STRIPS y *swaps* (canjes) de tasas de interés⁹⁰.
- *Plazos de vencimiento.* La capacidad en el extremo corto era limitada: se han ofrecido al mercado canjes entre diferentes plazos de vencimiento para reestructurar el perfil de vencimiento de la deuda pendiente de reembolso.
 - *Adecuada coordinación de las actividades de financiamiento de las empresas de propiedad estatal.* A fin de lograr un mercado de valores ordenado, eficiente y previsible era necesario armonizar los empréstitos públicos con las operaciones de dichas empresas. El 31 de mayo de 2001 se puso en marcha el Foro de Prestatarios del Sector Público para organizar las actividades de financiamiento de los emisores del sector público. El Foro estaba formado por las empresas paraestatales, la Junta de Servicios Financieros, el Banco de la Reserva de Sudáfrica y la Tesorería Nacional.
 - *Coordinación de la gestión del pasivo y de la política monetaria.* La falta de coordinación entre la gestión del pasivo y las operaciones monetarias hizo necesario elaborar un plan de trabajo detallado para el Comité de Gestión de la Deuda Pública, formado por altas autoridades responsables de la adopción de decisiones de la Tesorería Nacional y del SARB.

Modificación del orden de prelación de los objetivos de gestión de la deuda

1170. Tomando como base el análisis contenido en el estudio arriba mencionado se modificaron los objetivos de gestión de la deuda. Hasta 1999, el principal objetivo consistía en desarrollar el mercado de capitales interno, y el objetivo secundario era promover la creación de una estructura de plazos de vencimiento equilibrada. La evolución del mercado interno llevó a cambiar ese orden. El objetivo primario pasó a consistir en la reducción del costo de la deuda dentro de límites de riesgo aceptables, y el objetivo secundario consistió en garantizar el acceso del gobierno a los mercados financieros y diversificar los instrumentos de obtención de financiamiento.

Sustitución de una gestión estratégica por una gestión táctica de la deuda

1171. La Tesorería Nacional admite que si bien los objetivos de gestión de la deuda sudafricana no eran prudentes, la evolución del mercado mundial de capital de instrumentos soberanos obligaba a Sudáfrica a sustituir la gestión estratégica por una gestión táctica de la deuda. La política de gestión estratégica de la deuda estaba basada en el diseño y la aplicación globales del programa de gestión de la deuda, que incluía el diseño y la gestión de las emisiones primarias, los mecanismos de diseño y negociación de instrumentos de deuda y los mecanismos de suministro de liquidez. Las medidas de gestión táctica de la deuda están

⁹⁰El término STRIP está formado por las siglas en inglés de “transacciones separadas referentes al interés y al principal”: los componentes de intereses y de principal de un título-valor se dividen en instrumentos que pueden negociarse separadamente.

centradas en una gestión activa del saldo pendiente de la deuda y su composición, para reducir el costo de la deuda hasta someterlo a límites de riesgo aceptables.

Logros

1172. Entre otros logros notables referentes a la aplicación del nuevo enfoque de gestión de la deuda cabe mencionar una mayor liquidez del mercado de bonos internos. El monto agregado de las transacciones en el mercado de bonos sudafricano aumentó de R 5 billones en 1997 a alrededor de R 11 billones en 2000. La proporción que corresponde a los bonos públicos en el total de las transacciones del mercado también aumentó, de alrededor de 55% en 1995 a 91% en 2000. Además se ha incrementado la confianza de los inversionistas, al igual que la participación de inversionistas extranjeros en el mercado de bonos internos. Al mismo tiempo ha seguido disminuyendo el riesgo atribuido a las inversiones extranjeras en Sudáfrica, al aumentar la eficiencia, los avances y la apertura del mercado de capitales sudafricano, como lo pone de manifiesto, entre otras cosas, el hecho de que Sudáfrica fue uno de los pocos países que hayan realizado emisiones y obtenido financiamiento mediante los bonos de fechas más distantes durante las crisis experimentadas por el mercado financiero en 1997/98.

D. Principal dificultad que enfrenta la Tesorería Nacional

1173. Como porcentaje del PIB, el déficit del presupuesto público se redujo del 5,1% al 1,5% entre los ejercicios de 1994/95 y 2001/02. La principal dificultad con la que se ve confrontada la Tesorería Nacional en la actualidad consiste en hallar la manera de respaldar un mercado de bonos públicos eficiente, transparente y líquido en un entorno de necesidades de financiamiento cada vez menores. La reducción de la oferta de valores públicos suele interpretarse como reducción de la liquidez del mercado de bonos, especialmente en los países cuyos mercados de valores se encuentran aún en estado incipiente. No obstante, Sudáfrica ha reducido la oferta de instrumentos a medida que disminuyen las necesidades de financiamiento del sector público sin sacrificar la liquidez en el mercado de bonos, para lo cual ha aplicado activas estrategias de gestión de la deuda utilizando instrumentos tales como consolidaciones de bonos y recompras de deuda. También se han introducido bonos vinculados con la inflación y se ha establecido un servicio de liquidación de los bonos públicos. A su debido tiempo se introducirá un servicio de canje de instrumentos derivados.

Consolidación de deudas

1174. El mecanismo de consolidación de deudas se introdujo para reducir la fragmentación de los bonos en la curva de rentabilidad y dar así mayor liquidez a las emisiones de referencia. También ayudó a suavizar el perfil de plazos de vencimiento y reducir el riesgo de refinanciamiento, aliviando la presión en el extremo corto de la curva. Las emisiones en circulación de pequeño monto y cupones altos fueron convertidas en bonos líquidos de mayor volumen con cupones bajos. Se comprobó que las subastas de intercambios son un instrumento eficaz para llevar a cabo la consolidación de deudas. Se han utilizado como

herramienta de gestión del efectivo. Al final del ejercicio de 2001/02 se habían convertido bonos por un total de R 52.000 millones.

Recompras de deudas

1175. Con el objetivo de reducir el costo del servicio de la deuda pública de mediano a largo plazo y reforzar la integridad del mercado de valores públicos se recompraron a los tenedores del mercado bonos de cupón alto ilíquidos, por un monto reducido (menos de R 1.000 millones), así como bonos de las antiguas administraciones tribales. Al final del ejercicio de 2001/02 se había realizado la recompra de bonos ilíquidos por un monto de R 4.500 millones.

Bonos vinculados con la inflación

1176. Para reducir el costo a largo plazo de la deuda, la División de GAP comenzó a diseñar instrumentos que pueden reducir el costo global de la deuda que recae sobre el gobierno, como la emisión de bonos vinculados con la inflación, que dan a los inversionistas institucionales la posibilidad de hacer coincidir los activos y pasivos a largo plazo y establecer una medida objetiva de las expectativas inflacionarias y servir de referencia para otros emisores. Estos bonos fueron considerados como un mecanismo que permite destrabar la liquidez de los bonos de tasas de interés fijas a largo plazo, ya que los bonos vinculados con la inflación tienden a atraer a los inversionistas que adquieren instrumentos con intención de conservar su tenencia. Al pasar a tenencias de bonos vinculados con la inflación, los inversionistas institucionales liberaron bonos con tasas de interés fijas a largo plazo en el mercado secundario, incrementando así la liquidez en el extremo largo de la curva correspondiente a bonos nominales de tasas de interés fijas a largo plazo.

1177. Sudáfrica ha elaborado una curva de bonos vinculados plenamente con la inflación con vencimientos en 2008, 2013 y 2023, con un rendimiento medio del 4% al 20 de mayo de 2002. No obstante, al igual que en mercados similares, la liquidez en el mercado sudafricano de estos instrumentos es baja, ya que la mayor parte son adquiridos por inversionistas que tienden a mantenerlos en su poder hasta el vencimiento. Los operadores primarios no tienen responsabilidad alguna en cuanto a la determinación de los precios de los bonos vinculados con la inflación.

Desmantelamiento (*stripping*) de bonos públicos

1178. La División de GAP llevó a cabo un proyecto tendiente a determinar si los STRIPS dan mayor liquidez a los instrumentos básicos. Según el proyecto, los STRIPS pueden incrementar la demanda del instrumento básico y alentar a los administradores de carteras activas a aprovechar las posibilidades de arbitraje mediante el desmantelamiento y la reconstitución. En el proyecto se determinó que en condiciones de continua reducción del financiamiento es necesario introducir un programa de STRIPS para mantener la liquidez e integridad del mercado de capitales interno. Las operaciones en STRIPS comenzaron al final de enero de 2002 a través de operadores primarios que actuaban como agentes creadores de

mercado. La Depositaria Central de Sudáfrica hace las veces de agente del gobierno a los efectos del desmantelamiento de bonos públicos. Mediante la introducción de un servicio de este tipo, la Tesorería Nacional disuadió a los bancos de inversión de crear sus propias entidades con fines especiales cuyo único cometido consiste en segregar bonos públicos para participantes del mercado.

Swaps

1179. Para realizar la gestión de la duración de la cartera de la deuda pública, la División de Gestión de Pasivos de la Tesorería Nacional está introduciendo *swaps* (cambios) de tasas de interés, como instrumento de gestión de costos y riesgos. Además, se supone que a través de la participación del gobierno en el mercado de *swaps* aumentará la liquidez del mercado de cambios y del mercado de bonos básicos.

E. Endeudamiento externo

1180. La agitación política suscitada en 1984 y 1985 por el régimen de segregación racial (*apartheid*) dio lugar a una considerable salida de capital. Los responsables de la adopción de decisiones fiscales y monetarias se vieron obligados a disponer una moratoria parcial de la deuda⁹¹. Según un censo del SARB, el endeudamiento de Sudáfrica al 31 de agosto de 1985 era de US\$23.700 millones (el 41,4% del PIB); de ese total, se consideraron comprendidas en la moratoria deudas por un monto de US\$13.600 millones. El reembolso de esta parte de la deuda fue realizado en el marco de cuatro acuerdos de moratoria a partir de 1985. El reembolso final correspondiente a esos acuerdos se realizó en agosto de 2001.

1181. Tras un período de restricción del acceso, el gobierno sudafricano logró regresar el mercado externo en 1994, tras la elección del primer gobierno democrático. La primera emisión subsiguiente fue una emisión global de bonos en dólares de EE.UU., seguida en 1995 por una emisión de bonos en yenes japoneses. El gobierno estableció además un programa de PEMP (pagarés en euros a mediano plazo).

1182. Desde entonces se ha aplicado un enfoque estratégico integrado al acudir al mercado externo para financiar el déficit presupuestario conforme a lo estipulado en el examen presupuestario anual. En general el monto del endeudamiento externo ha sido de US\$1.000 millones por ejercicio. No obstante, la finalidad principal no ha consistido en obtener financiamiento, sino en crear referencias en mercados externos específicos, de modo que otras entidades sudafricanas puedan utilizarlas. Esto obedece principalmente a que Sudáfrica puede financiar su déficit presupuestario agregado acudiendo exclusivamente al mercado de capitales interno.

⁹¹Postergación del cumplimiento de obligaciones de la deuda pública.

1183. La estrategia aplicada hasta ahora para la obtención de préstamos en el mercado externo consiste en aprovechar anomalías de precios detectadas para obtener fondos a bajo costo. Además en el futuro la gestión de la deuda externa se encaminará también a promover el mercado de rand aprovechando, en la medida de lo posible, la evolución de una clasificación crediticia positiva para Sudáfrica.

F. Marco de gestión de riesgos

1184. Entre 1996 y 1999, tres objetivos de gestión de riesgos financieros orientaron la actividad de la oficina de gestión de pasivos: controlar el volumen del capital, ofrecer una rentabilidad óptima por el capital y gestionar su costo. A continuación se describe cada uno de esos objetivos.

Control del volumen del capital

1185. Como se señaló, la deuda emitida por el Estado y el costo del servicio de la misma alcanzaron un nivel alto a mediados de la década de los noventa. En este contexto se realizó una distinción entre dos amplios ámbitos de riesgo diferentes:

- *Riesgo de constante incremento del déficit.* Este riesgo no fue considerado como de incumbencia primordial de la División de GAP. La competencia básica en cuanto a la gestión de este riesgo quedó determinada por la aplicación del marco macroeconómico del gobierno: el Programa de Crecimiento Económico, Empleo y Redistribución (GEAR).
- *El riesgo de disponibilidad de efectivo para cubrir los gastos del Estado.* Se encomendó al gerente de la oficina de pasivos la responsabilidad directa de:
 - Garantizar el continuo acceso del Estado a los mercados financieros internos y externos.
 - Promover capacidad de absorción de la deuda del Estado en esos mercados a través de un continuo desarrollo del mercado, innovación de productos y adecuada coordinación de actividades con las operaciones de gestión monetaria del Banco de la Reserva de Sudáfrica.
 - Crear eficientes mercados secundarios para sus instrumentos.
 - Consolidar el prestigio del Estado en los mercados financieros como prestatario responsable y eficiente a través de una comercialización activa de sus instrumentos de deuda.

Rentabilidad óptima del capital

1186. La División de GAP tenía interés en inversiones relacionadas con los superávit de efectivo suscitados por las necesidades de financiamiento globales y la satisfacción de las necesidades de liquidez. El nivel de los superávit de efectivo se vio afectado en gran medida por las actividades de gestión de este último. No obstante, desde una perspectiva de gestión de riesgos se mantuvo determinado nivel de inversiones como amortiguador de liquidez. La

rentabilidad del capital invertido en programas y proyectos a través del proceso presupuestario no era de incumbencia de la División de GAP.

G. Gestión del costo del capital

1187. Se aplicó una estrategia integrada en relación con el endeudamiento interno y externo. Se admitió la posibilidad de lograr economías de costos del servicio de la deuda a través del continuo desarrollo, en actividad y en amplitud, de los mercados financieros internos, y no a través de medidas tendientes a abaratar la obtención de fondos en mercados externos. Dada la escala de la deuda interna de Sudáfrica, existían escasas posibilidades de realizar una gestión activa de la cartera de la deuda y reducir los costos del servicio de la misma. Por lo tanto, la gestión de la deuda interna se orientó a establecer la estructura de plazos de vencimiento de modo de evitar una acumulación no deseada en todo el perfil de la deuda. Aunque el financiamiento de las nuevas necesidades brutas (nuevas emisiones) fue objeto de una gestión activa, las medidas relacionadas con las tasas de interés no determinaron economías de costos.

1188. Se aplicaron los siguientes principios de gestión referentes a las diferentes categorías de riesgos:

- *Riesgo de liquidez.* La gestión de este riesgo, que la División de GAP considera el más importante, incluyó la adopción de medidas tendientes a disponer en todo momento del volumen mínimo de efectivo necesario para cubrir los gastos del Estado. En la sección titulada “Gestión del efectivo” se explica en mayor detalle este riesgo.
- *Riesgo de tasas de interés.* Este riesgo consiste en que la variación desfavorable de las tasas de interés eleve el costo de obtención de fondos. Se admitió que la posición de mínimos riesgos para el Estado se lograba a través de una deuda a largo plazo denominada en rand. Se estableció una meta de duración para controlar el riesgo de tasas de interés. No se procuró influir sobre las tasas de interés para lograr economías de costos.
- *Riesgo crediticio.* En el marco de la gestión de los saldos de efectivo y posiciones en instrumentos derivados, la doctrina y los principios orientadores consistieron en que la función de la División de GAP, en cuanto a la gestión del riesgo de mercado del Estado, consiste en transferir esos riesgos al mercado, a cambio del riesgo crediticio de la contraparte. Dada la escala de su participación en los mercados financieros, el Estado tenía que aceptar el riesgo crediticio de una gama mucho más amplia de contrapartes. Salvo en relación con la liquidez, ninguna contraparte o usuario quedó exento del proceso de imposición, a su respecto, de un límite crediticio. Solo se permitía la realización de transacciones una vez establecidos límites con contrapartes y emisores que hubieran sido sometidos, con resultados favorables, a procesos de evaluación sólidos y aceptables.
- *Riesgo cambiario.* Se admitió que no era apropiado que la División de GAP realizara la cobertura de préstamos externos obtenidos por el Estado a través del rand, ya que la deuda en moneda extranjera representaba tan solo una pequeña parte del total de la

- deuda. En lugar de ello, la Tesorería Nacional considera esencial controlar el nivel de la deuda en moneda extranjera.
- *Riesgo de creación de mercado.* Se aceptó que este riesgo debe ser limitado y debe quedar confinado a los mercados de instrumentos de deuda. Los bonos de la República de Sudáfrica quedaron excluidos de las actividades de creación de mercado realizadas por el gobierno (esta función era cumplida por el SARB como agente del gobierno) y transferidos al mercado en 1998, cuando se introdujeron operadores primarios. Por lo tanto, el riesgo de fluctuaciones del mercado fue transferido a los participantes del mercado, sobre quienes se entendía que debía recaer.
 - *Riesgos de comercialización y ético.* Los operadores primarios tomaron a su cargo ambos tipos de riesgos. Se elaboró y documentó un código de conducta mutuamente acordado por los operadores primarios y la División de GAP, referente a ética operacional, relaciones, debida diligencia, confidencialidad y normas de controles y comercialización.

Determinación de la capacidad de evaluar y realizar la gestión de costos y riesgos

1189. En 1999 se introdujo un proyecto de gestión de riesgos, cuya finalidad consistía en establecer una sección autónoma dentro de la División de GAP, que se encargaría exclusivamente de la gestión de los riesgos de la cartera del gobierno. En 2000 se estableció un equipo que controla y realiza la gestión de los riesgos identificados a los que está expuesta la deuda. Los cometidos específicos de gestión de riesgos en el contexto de la División de GAP son los siguientes:

- Crear y mantener un marco de gestión de riesgos para los órganos del gobierno general y las empresas públicas.
- Elaborar una referencia ideal para la deuda pública.
- Realizar el seguimiento y la gestión del riesgo crediticio.

Situación actual en materia de gestión de riesgos

1190. Dada la evolución que ha tenido lugar en los mercados internos y externos, la Tesorería Nacional creyó necesario reorganizar el marco de gestión de riesgos adoptado en 1996, principalmente en virtud de la evolución de las prácticas de gestión de riesgos y de que actualmente se hace más hincapié en modelos avanzados tácticos y cuantitativos, y no simplemente en políticas. Si bien los riesgos identificados siguen siendo los mismos, el nuevo modelo garantiza, en cada caso, el establecimiento de políticas y procedimientos de cuantificación, control y gestión de riesgos. En el cuadro siguiente se resumen los diferentes tipos de riesgos y los procedimientos de gestión de los mismos.

Marco de referencia en materia de gestión y desempeño

1191. Para hacer efectiva la responsabilidad y la delegación de riesgos, el gobierno aprobó un marco de referencia tendiente a reflejar y determinar un nivel aceptable de riesgos y objetivos de costos. Dicho marco refleja los objetivos de gestión de la deuda definidos y riesgos cuantificables aceptables; además expresa la posición estratégica del gobierno en materia de deuda pública y tiende a armonizar la política de la deuda con la política económica pública. En conjunto, el marco de referencia suscita una apropiada gestión y control de riesgos y sirve de línea de base para medir el desempeño de los encargados de la gestión de la deuda. La elaboración del marco se inspiró en los cinco principios siguientes:

- *Solidez*: Toda conclusión debe basarse en unos pocos supuestos.
- *Eficiencia*: El gobierno debe estar en condiciones de asumir el mínimo riesgo posible en relación con determinado costo.
- *Actualización a precios de mercado*: El gobierno debe poder medir los ahorros y el costo durante la vida de la deuda.
- *Contexto de los riesgos*: Los riesgos deben limitarse al gasto anual del servicio de la deuda.
- *Transparencia*: Una base abierta para la medición de desempeño.

H. Gestión del efectivo

1192. Tanto el Memorando del Gabinete de febrero de 1997 como la Ley de gestión de las finanzas públicas disponen que a través de la gestión del efectivo realizada por la División de GAP debe establecerse un marco de concienciación, en todas las esferas del gobierno, sobre la necesidad de una adecuada gestión del flujo de caja. En junio de 1999 el Banco de la Reserva de Sudáfrica asumió el cometido de planificar y realizar la gestión de las necesidades diarias de flujo de caja del gobierno.

1193. A fin de disponer de fondos suficientes para que el Estado pueda cumplir todos sus compromisos financieros, previstos e imprevistos, es necesario y prudente mantener un adecuado nivel de efectivo y cuasiefectivo. Por lo tanto, es importante optimizar la rentabilidad de los saldos de efectivo. El encargado de la gestión del efectivo tiene, en consecuencia, los siguientes cometidos:

- Realizar una gestión de la liquidez que permita disponer del volumen adecuado de fondos en las monedas pertinentes, en el momento y lugar que corresponda.
- Planificar los flujos previstos y comparar los flujos reales con las proyecciones. Es esencial disponer de proyecciones oportunas y exactas de los futuros flujos de fondos a los efectos de un eficaz financiamiento del Fondo Nacional de Ingresos, reduciendo al mínimo el amortiguador de liquidez necesario y logrando la mayor rentabilidad posible para el efectivo superavitario.

Gestión de riesgos

Tipo de riesgo	Gestión del riesgo
1. Riesgo de liquidez y de refinanciamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="768 430 1454 494">a) Liquidez a corto plazo <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="768 445 1454 494">• Realizar el seguimiento del saldo y los flujos de efectivo en la Tesorería <li data-bbox="768 498 1454 530">• Mantener cierto saldo mínimo de efectivo. <li data-bbox="768 534 1454 566">• Mantener el acceso al financiamiento a corto plazo. <li data-bbox="768 570 1454 601">• Limitar el volumen de la deuda a corto plazo. <li data-bbox="768 606 1454 637">• Prefinanciar la deuda que va venciendo.
b) Liquidez a largo plazo	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="768 656 1241 688">• Suavizar el perfil de los vencimientos. <li data-bbox="768 692 1241 724">• Ampliar los vencimientos de la cartera. <li data-bbox="768 728 1241 751">• Crear marcos de referencia de liquidez.
2. Riesgo de tasas de interés	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="768 783 1421 846">• Controlar la relación entre deuda con tasas fijas y deuda con tasas flotantes. <li data-bbox="768 851 1421 914">• Controlar la relación entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo. <li data-bbox="768 918 1421 982">• Controlar variaciones en las curvas de rendimientos no paralelas. <li data-bbox="768 986 1176 1009">• Utilizar <i>swaps</i> de tasas de interés.
3. Riesgo cambiario	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="768 1036 1192 1068">• Deuda interna versus deuda externa. <li data-bbox="768 1072 1111 1104">• Utilizar <i>swaps</i> de monedas. <li data-bbox="768 1108 1421 1172">• Controlar la relación entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo. <li data-bbox="768 1176 1095 1199">• Composición de monedas.
4. Riesgo presupuestario	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="768 1227 1241 1258">• Moderado endeudamiento a corto plazo. <li data-bbox="768 1262 1405 1294">• Reducir la volatilidad de las tasas de interés a corto plazo. <li data-bbox="768 1298 1323 1362">• Realizar el seguimiento de los costos reales, en comparación con los del servicio de la deuda. <li data-bbox="768 1366 1421 1398">• Realizar pruebas de esfuerzo (sistema aplicado en 2002).
5. Riesgo crediticio	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="768 1417 1421 1522">• Establecer la situación crediticia global de las contrapartes, por ejemplo la clasificación crediticia (la aplicación comenzó en 2002). <li data-bbox="768 1526 1421 1590">• Establecer límites individuales de riesgo de contrapartes (la aplicación comenzó en 2002). <li data-bbox="768 1594 1356 1657">• Cláusulas de mitigación de la ISDA (la aplicación comenzó en 2002).
6. Riesgo de reducción de la clasificación	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="768 1670 1421 1733">• Identificar factores clave que influyen en el proceso de clasificación crediticia. <li data-bbox="768 1738 1437 1801">• Tomar como norma el mantenimiento de comunicaciones sistemáticas con otros departamentos y con la comunidad internacional.
7. Riesgo operacional	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="768 1860 1323 1915">• Establecer políticas y medidas de control de las operaciones y pagos de los servicios auxiliares.

- Crear una apropiada estructura institucional.
- Diseñar los vínculos necesarios entre las cuentas tributarias y financieras, las cuentas generales de pagos y los sistemas de contabilidad de los departamentos.

1194. A principios de la década de los noventa, el Departamento de Hacienda de entonces introdujo un sistema de cuentas tributarias y financieras, abriendo cuatro en cada uno de los cuatro principales bancos locales de Sudáfrica, en que se deposita diariamente el superávit de la cuenta del Ministerio de Hacienda en el SARB. Recién cuando se produce el gasto tiene lugar el reflujo de los fondos, a través de la cuenta del Ministerio de Hacienda, a las cuentas de los diversos departamentos, lo que determina las salidas diarias de las cuentas.

1195. Desde junio de 1998 se lleva registro diario de la diferencia entre los flujos de caja diarios previstos y los flujos de caja reales. Habiéndose asumido el control de las estimaciones de los flujos de caja y mediante una información más precisa sobre los flujos de caja mensuales y diarios previstos ha sido posible planificar y elaborar con exactitud propuestas sobre las necesidades de financiamiento. Además, la utilización activa de letras de Tesorería, la emisión de letras de Tesorería a corto plazo (un día) para financiar los máximos flujos de efectivo, y las inversiones a cargo de la Corporación de Depósitos Públicos (entidad dependiente del Banco de la Reserva de Sudáfrica que realiza la gestión de los fondos públicos a corto plazo), han contribuido a una gestión de los flujos de caja que implica el mantenimiento de saldos de efectivo más reducidos en previsión de los máximos de flujo de efectivo.

I. Gestión de las relaciones con los inversionistas

1196. La Tesorería Nacional asigna también mayor importancia a las relaciones con los inversionistas y ha establecido un programa anual para ese efecto, en el cual se hacen giras para intercambiar ideas, y reuniones con los operadores primarios y con cada uno de los inversionistas y otros participantes del mercado, tales como bancos, administradoras de fondos y entidades similares.

1197. Las giras están destinadas a promover el intercambio de ideas entre la Tesorería Nacional y los inversionistas (extranjeros y nacionales) sobre temas de interés común, por ejemplo, necesidades de financiamiento, nuevos instrumentos y proyectos propuestos por la División de Gestión de Activos y Pasivos, e inquietudes sobre el mercado.

1198. En cuanto al establecimiento de una agencia operadora primaria, la Tesorería Nacional, el SARB, los agentes creadores de mercado y la Bolsa de Bonos acordaron coordinar sus cometidos de modo de lograr un mercado de bonos transparente y eficiente. Todas las nuevas estrategias han sido analizadas con participantes del mercado, a quienes se ha instado a exponer sus comentarios. La Tesorería Nacional ha adherido a su estrategia anual de financiamiento y se han evitado todos los hechos imprevistos. Además, la División de GAP de la Tesorería Nacional y la División de Mercados de Dinero y de Capital del SARB establecieron un programa formal de reuniones entre los operadores primarios para

analizar su desempeño en los mercados primario y secundario, así como asuntos de interés común referentes al mercado de capitales.

1199. La División de GAP, en conjunción con la División de Mercados de Dinero y de Capital del SARB, también mantuvo diálogos con la administración superior de las diversas entidades que participan del mercado de capitales.

J. Marco jurídico para la emisión de instrumentos de deuda pública

1200. La Ley de gestión de las finanzas públicas sienta las bases de la administración financiera en el contexto del gobierno sudafricano. Dicha ley:

- Regula la gestión financiera del gobierno nacional y de los gobiernos provinciales.
- Garantiza una gestión eficiente y eficaz de la totalidad del ingreso y el gasto fiscales y del activo y el pasivo de esos gobiernos.
- Establece las responsabilidades de los funcionarios encargados de la gestión financiera.
- Regula la obtención de préstamos por parte de las entidades públicas. Prohíbe a las provincias endeudarse en el exterior.

1201. La ley estipula también los límites al endeudamiento, las garantías y otros compromisos. A los efectos de mejorar la responsabilidad en materia de gestión de la deuda, la ley determina además las competencias en materia de:

- Obtención de préstamos para el sector público.
- Expedición de garantías, indemnidad o seguridad.
- Celebración de cualquier otra transacción que obligue al sector público.

1202. La ley establece además los fines para los cuales el Ministro de Hacienda, como autoridad ejecutiva, puede contraer deudas; a saber:

- Financiar el déficit del presupuesto nacional.
- Refinanciar la deuda a medida que se hace exigible, o préstamos pagados antes de la fecha de rescate.
- Comprar moneda extranjera.
- Mantener saldos acreedores en una cuenta bancaria del Fondo Nacional de Ingresos.
- Regular las condiciones monetarias internas, si resulta necesario.
- Cumplir cualquier otro objetivo expresamente aprobado por la Asamblea Nacional.

K. Consideraciones finales

1203. En general, Sudáfrica ha logrado una valiosa experiencia y acumulado importantes enseñanzas en materia de gestión de la deuda pública. La enseñanza más importante recogida por el gobierno se refiere a la importancia que reviste disponer de un marco de gestión de la deuda que permita enfrentar el problema que representa para Sudáfrica su creciente endeudamiento. En ese marco se identificaron ámbitos de riesgo, así como las estrategias que han de seguirse. Ha revestido especial importancia para la aplicación del marco:

- La creación de liquidez en instrumentos financieros y en el mercado de capitales.
- La definición de una curva de rendimientos y la emisión de bonos en todo el espectro de la curva.
- La diversificación de los instrumentos de renta fijo, tales como bonos de tasas de interés flotantes o variables, bonos con tasas de interés fijas y bonos vinculados con la inflación.
- La transferencia al mercado, a través de la designación de operadores primarios, de los riesgos de creación de mercado, comercialización e inversión.
- La posibilidad de emitir bonos en un mercado apropiado, adecuadamente estructurado (regulado) y desarrollado.
- La introducción de un sistema de gestión del efectivo que haga hincapié en una activa gestión de los saldos, lo que exige comparar diariamente los flujos reales con los previstos.

1204. En la actualidad se comprende claramente el inevitable conflicto entre gestión de la deuda y política monetaria. Se ha introducido una clara separación de actividades, y ahora los conflictos se manejan en forma apropiada.

1205. Se ha aplicado un enfoque gradual de sustitución del objetivo de desarrollo del mercado por posiciones activas en este último, de modo de reducir los costos, lo que permite al gobierno realizar una gestión dinámica del saldo de su deuda pendiente y de la composición de esa deuda. Además se ha dado importancia decisiva a la identificación, el control y la gestión de los riesgos. La División de GAP de la Tesorería Nacional realiza una gestión activa de esos riesgos dentro de un marco general de gestión de riesgos.

1206. Establecer y mantener una adecuada relación con los inversionistas en la esfera local e internacional han sido prioridades para la promoción del mercado de bonos de Sudáfrica. El Programa de relaciones con los inversionistas, a cargo de la administración superior de la Tesorería Nacional y del Banco de la Reserva de Sudáfrica, ha dado mayor transparencia y apertura al mercado de bonos y ha promovido la confianza de los inversionistas en la capacidad del gobierno para gestionar la deuda.

1207. Aunque todos los temas que anteceden revisten importancia, es esencial señalar que el mercado de bonos sudafricano habría sido menos eficiente si hubiera carecido de un marco macroeconómico prudente y de un marco jurídico adecuadamente construido.

XVI. SUECIA⁹²

1208. Desde 1789, Suecia cuenta con un organismo independiente de gestión de la deuda pública llamado *Riksgäldkontoret* (Oficina nacional de la deuda de Suecia — de aquí en adelante, la Oficina). Naturalmente, los principios y prácticas que rigen la gestión de la deuda pública se han ido modificando a través de los años. En 1998 fue promulgada una importante reforma del sistema de gobernanza de la institución, gracias a la cual actualmente las decisiones sobre gestión de la deuda se adoptan en un marco mejor estructurado. También se aplica un enfoque más estructurado para la evaluación *ex post* de las decisiones. Este sistema y los resultados obtenidos hasta la fecha se describen en la sección A, en la cual se examina también la estructura orgánica de la Oficina.

1209. Mediante el nuevo sistema de gobernanza se ha creado el marco para un análisis más focalizado de la estrategia y de los riesgos de la gestión de la deuda. En la sección B se examinan los aspectos fundamentales de esta estrategia, así como el análisis que se ha realizado para comprender mejor los costos que representa la deuda pública y los riesgos que trae aparejados.

1210. En la sección C se examinan algunas de las políticas aplicadas para promover el desarrollo de los mercados de títulos públicos y los resultados obtenidos.

A. Creación de un marco institucional y de gobernanza sólidos

Marco reglamentario

1211. Los principios y normas fundamentales para la gestión de la deuda del gobierno central en Suecia están contenidos en la Ley sobre endeudamiento y gestión de la deuda del sector público⁹³. La actual legislación fue aprobada por el Parlamento en 1998. El derecho del gobierno a obtener crédito está basado en una autorización conferida anualmente por el Parlamento, que se otorga en el marco de las decisiones sobre el presupuesto público para el siguiente ejercicio. No hay un límite fijo para el monto anual del endeudamiento, pero en la ley se especifica para qué fines el gobierno puede obtener crédito; hace referencia, en particular, a los objetivos de financiar el presupuesto y refinanciar la deuda de próximo

⁹²Este estudio de casos fue preparado por Lars Hörngren y Erik Thedéen, funcionarios de la Oficina Nacional de la Deuda de Suecia.

⁹³En el presente informe se examina la gestión de la deuda del gobierno central. Para simplificar el texto, no se incluirá el término “central”, a menos que sea necesario para evitar la confusión con otros aspectos de la deuda pública.

vencimiento⁹⁴. El gobierno siempre delega las obligaciones en materia de endeudamiento en la Oficina.

1212. El objetivo de la gestión de la deuda también está contemplado en la ley, en la que se estipula que la deuda pública deberá administrarse de manera de reducir al mínimo los costos a largo plazo al tiempo que se toman en cuenta los posibles riesgos. En la gestión de la deuda deben considerarse además las necesidades en materia de política monetaria. Básicamente, ésta es la misma norma que regía la gestión de la deuda antes de la reforma de 1998. La diferencia es que, actualmente, el objetivo está contemplado en una ley aprobada por el Parlamento, mientras que anteriormente se estipulaba en documentos publicados por el gobierno.

1213. Por último, la ley contiene normas de procedimiento. Se estipula en primer lugar que el gobierno debe adoptar, todos los años, directrices para la gestión de la deuda. Esta decisión debe basarse en una propuesta enviada por la Oficina al Riksbank (el banco central) para que éste formule sus observaciones, a fin de garantizar que se tomen en cuenta las necesidades de política monetaria. Segundo, la ley exige que el gobierno presente un informe anual al Parlamento que incluya una evaluación de la labor de gestión de la deuda. Las propuestas de la Oficina, las sugerencias del Riksbank y las directrices del gobierno, así como el informe de evaluación, son documentos públicos.

1214. Las normas estatutarias contemplan la creación de un sistema de delegación de funciones, declaración de datos y evaluación. El objetivo ha sido establecido por el Parlamento, que es la autoridad máxima. En base a este objetivo, se asigna al gobierno la misión de fijar directrices. La Oficina ayuda al gobierno en la elaboración de las mismas. Esta forma de proceder se debe a que la Oficina dedica todo su tiempo a la política de deuda mientras que el gobierno (el Ministerio de Hacienda) tiene muchas otras obligaciones, y solo le toca resolver problemas de política de deuda en contadas ocasiones⁹⁵.

1215. En la siguiente etapa, se delega en la Oficina la implementación de los planes de gestión de la deuda, sobre la base de las directrices. Éstas indican, en términos generales, de qué manera deberá estructurarse la deuda, e incluyen cierta gama de valores de referencia, con lo que se deja a la Oficina cierto campo de acción para adoptar decisiones más específicas en materia de gestión de la deuda⁹⁶. Las decisiones de la Oficina se adoptan en

⁹⁴ El gasto se controla a través del presupuesto, no mediante la fijación de límites sobre el endeudamiento público ni el saldo de la deuda.

⁹⁵ Esto es reflejo también de la antigua tradición sueca de trabajar con ministerios pequeños, encargados solo de las decisiones de política, y de delegar las funciones operativas en organismos administrados en forma independiente que actúan en igualdad de condiciones con los ministerios.

⁹⁶ En la sección 2.2 se presentan ejemplos concretos del contenido de las directrices.

dos niveles. El primero es el Directorio, integrado por funcionarios externos (con excepción del Director General)⁹⁷. El Directorio adopta decisiones estratégicas, por ejemplo, sobre cómo utilizar las gamas que figuran en las directrices del gobierno, y sobre las carteras de referencia. El segundo nivel corresponde a la gestión operativa de la deuda dentro del marco establecido por el Directorio. Este segundo nivel es responsabilidad del personal de la Oficina, dirigido por el Director General.

1216. El sistema de gobernanza también hace hincapié en la evaluación. Todas las decisiones adoptadas en cada nivel son evaluadas por su órgano superior inmediato. Esto significa que el Directorio fiscaliza y evalúa la labor de gestión operativa de la deuda y presenta un informe al gobierno. En el siguiente nivel, el gobierno evalúa los resultados globales de las decisiones adoptadas por la Oficina. Finalmente, el Parlamento evalúa la gestión de la deuda en su totalidad, incluidas las directrices del gobierno. Esta evaluación consiste en un informe anual escrito que se aprueba tras un debate y una votación en el Parlamento. El informe se publica con la puntualidad requerida para que la Oficina pueda considerar las sugerencias del Parlamento en la preparación de la siguiente propuesta sobre directrices, con lo cual finaliza el proceso de delegación y fiscalización.

1217. Este marco de gobernanza es aplicable a la deuda bruta del gobierno central, o sea, a la cartera de deuda administrada por la Oficina. El sector público también cuenta con activos financieros, por ejemplo, los fondos del sistema de pensiones y las tenencias de capital social. De hecho, a fines de 2001, la deuda financiera neta del gobierno general era negativa, a pesar de que la relación entre la deuda y el PIB del gobierno central era de alrededor de 54%. No se ha adoptado una estrategia de gestión de la deuda a nivel del gobierno general, en parte debido a que los fondos de pensiones del sector público se administran independientemente del presupuesto público, sobre la base de objetivos derivados de su función de garantizar el pago futuro de las pensiones, y porque las autoridades locales cuentan con un alto grado de independencia. No obstante, se está procurando ampliar este enfoque a fin de incluir el balance del gobierno central en el análisis de los riesgos relacionados con la gestión de la deuda del gobierno central.

El marco de gobernanza en la práctica

1218. Las primeras directrices del nuevo marco se adoptaron en 1998, y en 1999 se empezó a cubrir la gestión de la deuda. Por consiguiente, con la adopción en noviembre de 2001 de las directrices para 2002, se repitió por cuarta vez este ejercicio. Cuando el nuevo sistema fue puesto en marcha se reconoció que el objetivo era vago y que se requería un análisis más detallado para transformarlo en un marco viable de gestión de la deuda. En la preparación de las propuestas de directrices se ha procurado, en particular, complementar las metas estatutarias con una descripción adecuada de los costos y riesgos. Además, la Oficina ha presentado algunos análisis de los efectos que la cartera de deuda podría tener sobre dichos

⁹⁷En la sección 2.3 se describe con más detalle la organización de la Oficina.

costos y riesgos. En la sección B se resumen las conclusiones más importantes y la estrategia consiguiente para la gestión de la deuda.

1219. Los cambios en la manera en que se regula la política sobre deuda no han afectado, por ahora, las prácticas de gestión de la deuda. Quizá el efecto más importante ha sido la ampliación de los plazos, del enfoque de un año contenido en las directrices, a la posibilidad de incorporar períodos renovables de tres años, en concordancia con el horizonte usado en el proceso presupuestario. Sin embargo, no debe subestimarse la importancia del método y estructura de gobernanza.

1220. Primero, el nuevo sistema ha aumentado la atención que el gobierno y el Parlamento prestan a la política de deuda. Esto se justifica en vista del elevado costo anual de la deuda.

1221. Segundo, el procedimiento aplicado para adoptar decisiones sobre directrices anuales ha afectado la percepción de la política de deuda. Toda propuesta y decisión estratégica se explica al público en función de sus efectos sobre los costos y riesgos. La decisiones se evalúan a posteriori desde el punto de vista del efecto sobre los costos, y los resultados se dan a conocer al público. La transparencia del sistema promueve la adhesión de las autoridades al objetivo enunciado de minimizar los costos en el largo plazo, tomando debidamente en cuenta los riesgos. En particular, no conviene implementar estrategias de financiamiento que reduzcan los costos a corto plazo pero que incrementen significativamente los costos a mediano y largo plazo o el riesgo que representa la deuda.

1222. Tercero, el sistema dispone una distribución más clara de las funciones entre las partes interesadas. El gobierno (el Ministerio de Hacienda) delega la gestión de la deuda en la Oficina por un año, pero puede modificar las directrices durante el año en caso de que las circunstancias en que se basó su decisión hayan cambiado significativamente; sin embargo, esto debe hacerse por medio de una enmienda, es decir, de un documento público.

1223. Del mismo modo, cuando se solicita al banco central sus observaciones sobre la propuesta anual, estas opiniones se incorporan oficialmente en el proceso. Esto contrasta con la situación que existía hace 10 ó 15 años, cuando la gestión de la deuda se utilizaba frecuentemente como instrumento de las políticas monetaria y cambiaria. En la actualidad, es evidente que la política monetaria no forma parte del objetivo y representa, más bien, un factor que limita la reducción de los costos. Cualquier objeción planteada por el Riksbank frente a una propuesta de la Oficina debe basarse explícitamente en los “requisitos de la política monetaria” (es decir, en el hecho de que las directrices propuestas menoscabarían la capacidad del Riksbank de alcanzar el objetivo establecido por la ley, o sea, la estabilidad de precios). En una economía con mercados financieros bien desarrollados esta situación es poco frecuente; de hecho, la separación gradual entre la política monetaria y la política de deuda había comenzado a tener lugar con anterioridad a la reforma del sistema de gobernanza, pero el nuevo proceso ha contribuido a crear una división aún más clara entre ambas políticas.

1224. En resumen, en el marco de gobernación incorporado en 1998 se establece claramente la independencia de la labor y los objetivos de la gestión de la deuda. El gobierno debe rendir cuentas al Parlamento respecto al logro de estos objetivos, pero las funciones más importantes se delegan en la Oficina, tanto para la elaboración de las propuestas de directrices como con relación a la gestión operativa de la deuda. Como resultado de este procedimiento, ha aumentado la independencia operativa de la Oficina, pero la existencia de los mecanismos de notificación y evaluación también ha incrementado la posibilidad de que la Oficina tenga que rendir cuentas de las decisiones que toma. Existe una clara correspondencia entre la delegación de responsabilidades y la rendición de cuentas.

1225. Los argumentos a favor de que se delegue la ejecución de la política monetaria en un banco central independiente son bien conocidos, y esta práctica se ha generalizado. El marco de gobernación para la gestión de la deuda en Suecia es un ejemplo de la forma en que la política sobre la deuda también puede delegarse en una oficina independiente. Sin embargo, el grado de delegación es menor que en el caso de la política monetaria.

1226. Primero, el objetivo de la gestión de la deuda es bidimensional, en el sentido de que la reducción del costo o del riesgo podría exigir una solución de compromiso. Segundo, la actitud frente al riesgo probablemente esté relacionada con la situación fiscal global del país. La deuda debe considerarse como parte del balance general del gobierno y debe evaluarse con relación a los compromisos de gasto (que definen otros tipos de pasivos) y a los futuros ingresos tributarios (que comprenden los activos más importantes del balance). La aplicación de una política de deuda óptima parece depender inevitablemente del Estado, porque la actitud frente al riesgo variará según las perspectivas globales de las finanzas públicas. Por consiguiente, las decisiones estratégicas sobre la gestión de la deuda están muy vinculadas con las políticas fiscales y presupuestarias, que caen dentro del campo de acción del gobierno y el Parlamento; sin embargo, una Oficina independiente no cuenta necesariamente con la información necesaria para hacer estas evaluaciones. De aún mayor importancia, no puede responsabilizarse a una Oficina independiente por decisiones que, en última instancia, son de carácter político. Por lo tanto, la adopción de decisiones estratégicas no puede delegarse en un organismo administrativo en la misma medida en que la ejecución de la política monetaria se delega en un banco central independiente.

Organización de la Oficina

Antecedentes

1227. Durante sus primeros 200 años de existencia, la Oficina rendía cuentas directamente al Parlamento. Esto significaba, por ejemplo, que su Directorio era externo, designado directamente por el Parlamento. Sin embargo, en 1989 se transformó en una dependencia del gobierno. Esto se debió, principalmente, a la convicción de que la influencia del Parlamento estaba garantizada por el proceso presupuestario, y a que un organismo que rinde cuentas al gobierno puede ejecutar con más eficiencia la política en materia de deuda.

Organización interna

1228. La administración de la Oficina está a cargo del Director General y el Subdirector General, que son nombrados por el gobierno. Además, el Director General actúa como Presidente del Directorio. El gobierno nombra también a los demás miembros del Directorio, ninguno de los cuales es empleado de la Oficina. En vista del antiguo vínculo entre la Oficina y el Parlamento, cuatro de los ocho miembros del Directorio también son miembros del Parlamento. El Directorio adopta las decisiones estratégicas relacionadas con la gestión de la deuda (por ejemplo, propuestas sobre directrices y control del riesgo).

1229. Dentro de la Oficina existe una clara separación entre las funciones de gestión de deuda, análisis y control de riesgos y servicios auxiliares. Las actividades a cargo de la primera, por ejemplo, las subastas y transacciones de gestión de deuda y caja, se ejecutan en el Departamento de Gestión de la Deuda. El director de este departamento rinde cuentas al Director General.

1230. El seguimiento de la labor de gestión de la deuda está en manos del Departamento de Análisis y Control del Riesgos. Sus responsabilidades incluyen el control de las posiciones con relación a las de referencia, y el cumplimiento de los límites de crédito por las contrapartes. El departamento se encarga también de fiscalizar los riesgos operativos.

1231. La confirmación y liquidación de las transacciones de gestión de la deuda están a cargo del Departamento de Servicios Auxiliares. Los informes sobre el resultado de las transacciones de deuda son administrados por el Departamento de Contabilidad. Los encargados del análisis y control de riesgos, los servicios auxiliares y la contabilidad rinden cuentas al Subdirector General a fin de lograr una separación mayor entre la gestión operativa de la deuda y las actividades complementarias.

1232. Existe también un Departamento de Auditoría Interna que comunica directamente al Directorio los resultados de las auditorías de las actividades de la Oficina⁹⁸.

Recursos financieros y humanos

1233. La Oficina se financia a través del presupuesto público. Presenta al gobierno propuestas presupuestarias para períodos renovables de tres años en los que se describen sus necesidades de financiamiento. Los gastos corrientes por concepto de salarios, alquiler, etc. son cubiertos por un tramo presupuestario, y los pagos por concepto de intereses sobre la deuda por otro tramo. En consecuencia, la Oficina no puede usar los fondos ahorrados por concepto de intereses para contratar, por ejemplo, a más personal.

⁹⁸La Oficina Nacional de Auditoría, el organismo independiente que realiza la auditoría del gobierno central, también se encarga de verificar las actividades y cuentas de la Oficina.

1234. Dentro de los límites fijados en el presupuesto, la Oficina cuenta con gran flexibilidad en la asignación de fondos, incluso para las decisiones sobre contratación. En general, los organismos públicos suecos no se controlan en función de disposiciones específicas acerca de la forma en que deben usar sus fondos, sino en base a si pueden o no alcanzar los objetivos que se les ha asignado. Por consiguiente, el sistema de evaluación de la gestión de la deuda solo es excepcional en el sentido de que es más complejo y sistemático que en otras áreas.

1235. Esto afecta, entre otras, las decisiones sobre salarios. El gobierno nombra al director general y al subdirector general y fija sus salarios. La Oficina (o sea, en última instancia el Director General) adopta las decisiones sobre contratación y fija los salarios de todos los demás empleados. En el gobierno central no existe una estructura fija de salarios basada en la antigüedad o en otros criterios; más bien, los factores que se consideran son el mérito, así como la competencia con otras entidades o empresas respecto a la contratación de personas que trabajan en determinadas áreas de especialización. Ello significa que los salarios pueden ajustarse si la Oficina necesita contratar o mantener a un determinado funcionario, lógicamente dentro de los límites que se requieren para mantener una estructura salarial equitativa y prudente.

1236. Aun así, la Oficina no puede mejorar directamente las ofertas salariales de las sociedades financieras privadas. Para contratar y mantener personal con experiencia en los mercados financieros es necesario ofrecerle tareas estimulantes e interesantes; en particular, es importante que el personal de menor categoría participe en el análisis y las decisiones sobre política. Si bien en materia de gestión de la deuda, las decisiones que se adoptan respecto a la cartera son similares a las de las instituciones financieras privadas, existe un enlace con temas de política más amplios. En ese sentido, una oficina de la deuda puede tener ciertas ventajas con relación al sector privado, compensando así algunas de las carencias en materia de salarios. Sin embargo, en ciertas áreas, como la oficina de servicios auxiliares y la de tecnología de la información, las diferencias no materiales entre una institución encargada de las políticas y una empresa privada son menos pronunciadas. Por lo tanto, para la Oficina es más difícil mantener personal en las áreas administrativas que en áreas relacionadas con la adopción de las políticas centrales.

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

Antecedentes

1237. El objetivo establecido por la ley (minimizar el costo a largo plazo tomando debidamente en cuenta el riesgo) es, obviamente, acertado. Sin embargo, se requieren conceptos más precisos para transformar ese objetivo en una estrategia para la gestión de la deuda. Un componente importante del análisis realizado en el marco del nuevo sistema de gobernanza ha sido la definición del significado de “costo” y “riesgo”.

1238. El siguiente problema es cómo debe estructurarse la cartera de deuda. La Oficina ha llegado a la conclusión de que la composición de la actual cartera de deuda de Suecia no es adecuada, en particular la deuda en moneda extranjera. Esta discrepancia es tan acentuada con relación a la celeridad con la que se puede modificar la composición de la cartera, que se ha decidido que en esta etapa no es preciso definir una cartera de referencia en porcentajes;

más bien, se han adoptado directrices para orientar la cartera en la dirección correcta. En la sección B (Estrategia para la gestión de la cartera de deuda) se examina la estrategia creada mediante este enfoque. En la sección C (Gestión dinámica de la deuda) se examinan los distintos aspectos de una gestión activa de la deuda.

Conceptos de costo y riesgo

1239. Cuando se aprobó la nueva ley, se reconoció que es necesario realizar un análisis adicional para interpretar con mayor precisión los conceptos de costo y riesgo. Si bien queda aún mucho por hacer, la Oficina ha formulado algunas conclusiones preliminares, que han sido confirmadas por las decisiones tomadas por el gobierno respecto a las directrices.

1240. El primer paso fue determinar si los costos (y riesgos afines) debían medirse en base a una plena valoración de la deuda al precio de mercado o mediante el uso de tasas de interés fijadas al emitirse bonos. Se llegó a la conclusión de que las fluctuaciones del valor de mercado son relevantes. Sin embargo, la mayor parte de la deuda no puede refinanciarse de un momento a otro. Por consiguiente, puede suponerse en primera instancia que los instrumentos de deuda seguirán pendientes hasta el momento de su vencimiento. Esto significa que las fluctuaciones a corto plazo de los valores de mercado producidas por los cambios en las tasas de interés de mercado no tienen mucho efecto sobre el costo realizado de la deuda. Esta opinión también se refleja en la práctica contable de no revalorar la deuda en base a las tasas de interés de mercado vigentes.

1241. Cabe destacar, no obstante, que la deuda denominada en moneda extranjera se valora en función del tipo de cambio vigente. Uno de los motivos por los que debe tratarse las fluctuaciones en la tasa de interés de manera diferente a las del tipo de cambio es que supuestamente estas últimas producen pérdidas o ganancias realizadas incluso si el bono sigue pendiente hasta el vencimiento, puesto que los pagos se hacen en moneda extranjera. Además, el tipo de cambio vigente es probablemente el indicador más fidedigno de la tasa al momento del vencimiento.

1242. En el proyecto de ley, el gobierno señalaba que la adopción de indicadores reales de los costos (en lugar de nominales) parecía ser un patrón de medida adecuado desde el punto de vista de la economía en general, pero observó que no se había comprendido cabalmente el funcionamiento de estos indicadores y que, por consiguiente, mientras no se hiciera un análisis más profundo se usarían los costos nominales. En la segunda etapa del análisis se ha abordado el problema de cómo trascender el uso de indicadores nominales de costo y riesgo.

1243. Puede hacerse una medición sencilla real deflacionando los costos nominales sobre la base de un índice de precios, por ejemplo, el IPC. Esto permite predeterminar el costo de un bono indexado a la inflación, eliminando así su riesgo. Sin embargo, parece evidente que el ajuste según la inflación no es el único factor que determina el “riesgo real”; de hecho, un bono indexado a la inflación no está, por lo general, exento de riesgo para el Estado. Por lo tanto, se ha adoptado una perspectiva más amplia que trasciende la definición corriente de la deuda pública. También ha servido de inspiración la práctica, usada en particular por las

sociedades financieras, de llevar a cabo el análisis de riesgos en función de todo el balance; esto ha conducido a un enfoque similar al de la gestión de activos y pasivos (GAP).

1244. Como punto de partida debe tenerse presente que la deuda es solo un rubro más del balance del sector público, definido en forma general. Primero, existen muchos tipos de obligaciones distintas de la deuda, incluidos los programas de prestaciones sociales y otros gastos futuros. Segundo, el sector público posee activos, de los cuales el más importante es el derecho a recaudar impuestos. Este activo, en lo que respecta al balance, puede medirse como el valor actual de los futuros ingresos tributarios.

1245. El riesgo surge cuando no existe una correspondencia exacta entre los activos y los pasivos. Por lo tanto, para administrar sus riesgos, el sector público debe considerar la totalidad del balance y tratar de limitar ese desequilibrio entre activos y pasivos⁹⁹. Obviamente, un análisis exhaustivo del balance del sector público representa una labor sumamente compleja, si bien un enfoque de gestión de la deuda basado en la GAP también puede ser útil si no se cuenta con un panorama cuantitativo completo. Se hace evidente, en particular, que la evaluación del riesgo para el sector público debe realizarse pensando en si exacerbaba o mitiga las presiones sobre el balance.

1246. El saldo del presupuesto es un indicador simple de las presiones (actuales) sobre el balance. Por ejemplo, debe considerarse que una cartera de deuda cuyo costo es generalmente alto en períodos de recesión, es decir, cuando hay presión sobre las finanzas públicas, presenta más riesgos que una cartera con la cual ocurre lo contrario. Por consiguiente, la atenuación del déficit debe considerarse como un objetivo operacional de la gestión de la deuda.

1247. Asimismo, una perspectiva basada en la GAP afecta la evaluación de los bonos indexados a la inflación. Cuando el costo de la deuda se vincula a la inflación, se reducen las fluctuaciones en las finanzas públicas, siempre que la inflación sea elevada cuando la tasa impositiva es alta y el nivel de gasto bajo, es decir, si existe una correlación positiva entre la inflación y el ciclo económico. Por otro lado, si la economía se ve afectada por una perturbación en la oferta que produce una estanflación —un alto nivel de inflación combinado con un bajo índice de crecimiento— la deuda indexada a la inflación incrementa la presión sobre las finanzas públicas.

1248. Si bien el enfoque basado en la GAP sirve de marco para evaluar los riesgos vinculados a la gestión de la deuda, es muy difícil transformar ese enfoque en una estrategia integral de gestión de la deuda. Hasta ahora, el efecto más visible sobre la gestión de la deuda en Suecia es que en los análisis cualitativos y cuantitativos, los costos generados por la deuda se determinan en relación con el PIB. En este caso, el PIB se considera como un indicador de otros factores relacionados al ciclo económico que afectan el presupuesto, es decir, se estima

⁹⁹El enfoque de la GAP fue incorporado en la propuesta de directrices presentada en octubre de 2000, que se encuentra en el sitio de la Oficina en Internet ((http://www.rgk.se/files/upl497-Guidelines_2001.pdf)).

que una cartera cuya relación costo/PIB sea relativamente estable presenta menos riesgo. El uso de la relación entre el costo y el PIB para clasificar las carteras de deuda representa un paso más en la adopción del enfoque de la GAP.

1249. La Oficina ha construido un modelo de simulación estocástica, que se usa junto con el razonamiento cualitativo para establecer directrices sobre la gestión de la deuda. Este modelo se usa para determinar la evolución de las tasas de interés, los tipos de cambio, el PIB y las necesidades de financiamiento para períodos de hasta 30 años. Seguidamente, estas series cronológicas se usan para simular los costos de una serie de carteras de deuda con diferentes características, lo cual hace posible clasificar las carteras en base a sus costos previstos y a la variabilidad de estos costos. Como se señaló anteriormente, la principal variable utilizada es la relación entre el costo y el PIB. Puesto que el modelo permite determinar el PIB, pueden identificarse de manera internamente coherente las correlaciones entre las tasas de interés, los tipos de cambio y el PIB¹⁰⁰.

Estrategia para la gestión de la cartera de deuda

Antecedentes

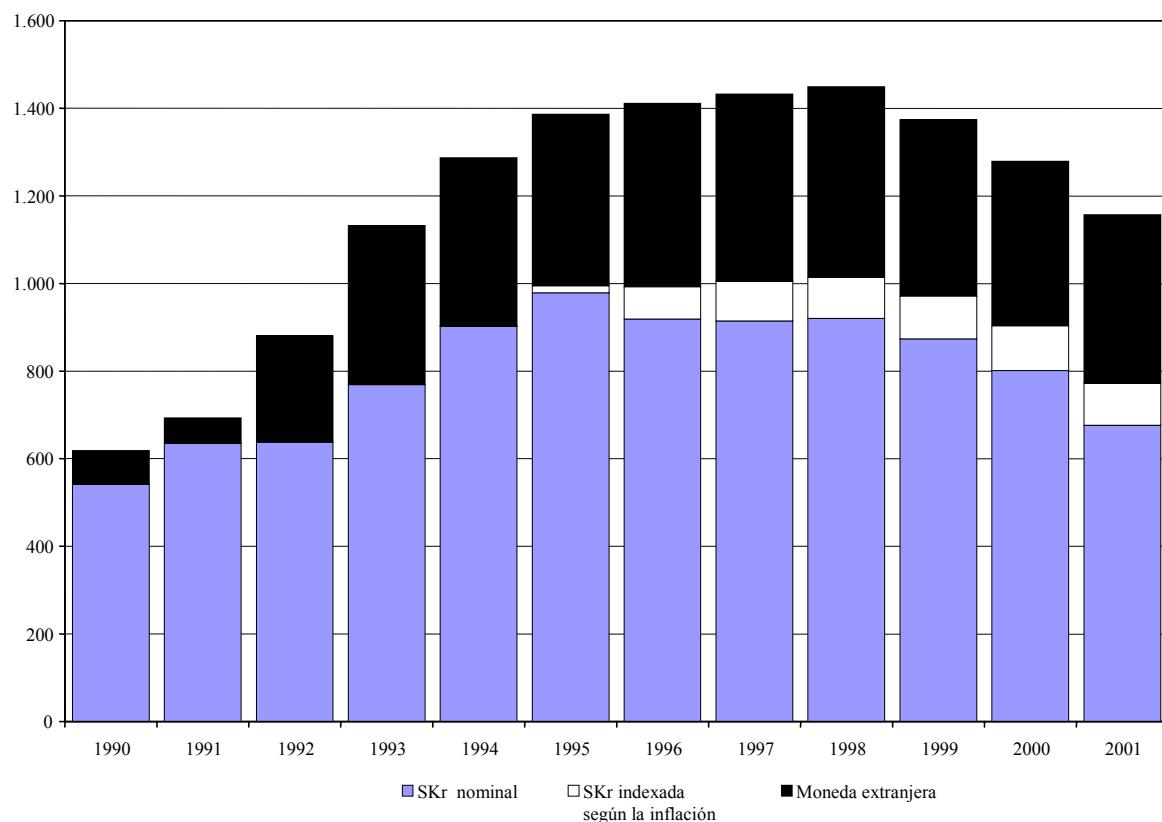
1250. Para examinar la estrategia de la deuda a nivel de la cartera, la deuda del gobierno central sueco puede desglosarse en tres partes: deuda nominal denominada en coronas, deuda indexada a la inflación denominada en coronas y deuda en moneda extranjera. En el gráfico 1 se indica la evolución de la deuda y su composición desde 1992¹⁰¹.

1251. La actual cartera de deuda está formada principalmente por préstamos nominales en moneda nacional, en forma de bonos y pagarés, aunque en menor medida que en la mayoría de los países de la OCDE. Primero, en Suecia la proporción de los préstamos indexados según la inflación es extraordinariamente alta, aunque inferior al 10% del total de la deuda. Segundo, y más importante, más de la tercera parte de la deuda está denominada en monedas extranjeras. En gran medida, la deuda denominada en moneda extranjera es un legado de comienzos de los años noventa. Como se señala en el gráfico 1, el monto total de la deuda se duplicó con creces entre 1990 y 1995, cuando Suecia sufrió su peor recesión desde la década de los treinta. Cuando las necesidades de financiamiento neto alcanzaron un nivel máximo equivalente al 14% del PIB resultó conveniente invertir una parte de esos recursos en los mercados de capital extranjeros. Esto permitió reducir la presión sobre las tasas de interés a largo plazo en el mercado nacional y diversificar la cartera de deuda.

¹⁰⁰Este modelo y los resultados de las simulaciones se describen en documentos disponibles en el sitio de la Oficina en Internet http://www.rgk.se/files/upl553-Teknisk_Rapport.pdf.

¹⁰¹La Oficina de Suecia ha usado extensamente los instrumentos financieros derivados y otros instrumentos de gestión de la deuda por varios años. Las cifras indicadas en el gráfico 1 denotan la concentración del riesgo cuando se han tomado en cuenta los instrumentos derivados.

Gráfico 1. Deuda del gobierno central, 1990–2001
(En miles de millones de coronas suecas)



1252. La deuda nominal en coronas y la deuda en moneda extranjera, combinadas, tienen una duración de aproximadamente 2,7 años. La duración de la deuda indexada a la inflación (medida según las tasas reales) es de unos 10 años.

Conclusiones con respecto a la cartera de deuda

1253. El aspecto fundamental del análisis conducido dentro del nuevo marco de gobernación ha sido determinar de qué manera debe estructurarse una cartera que sea compatible con el objetivo de minimizar el costo a largo plazo tomando debidamente en cuenta el riesgo. Se ha hecho especial hincapié en la deuda denominada en moneda extranjera (debido a que este es el aspecto más sobresaliente de la cartera de deuda sueca) y en la deuda vinculada a la inflación, que es un instrumento relativamente nuevo.

Deuda denominada en moneda extranjera

1254. La Oficina ha llegado a la conclusión —en base a sus análisis cualitativos y cuantitativos— de que sería beneficioso reducir la proporción de deuda en moneda extranjera¹⁰², ya que ésta aumenta el riesgo pero no conlleva ahorros en los costos de largo plazo. Esto se debe a que, primero, el Estado cuenta con pocos activos en moneda extranjera (es decir, básicamente la exposición al riesgo en moneda extranjera no está cubierta)¹⁰³.

Segundo, es probable que la moneda nacional pierda valor en períodos de recesión, pues en general el costo de la deuda en moneda extranjera perturbaría más la relación entre el déficit y el PIB. Tercero, las simulaciones del modelo demuestran (en un régimen de tipo de cambio flexible) que existe una correlación negativa entre las tasas de interés a corto plazo y el ciclo económico, ya que el banco central modificaría las tasas a corto plazo de manera anticíclica. En general, esto estabilizaría la relación entre el costo de la deuda y el PIB. En el caso de un país pequeño, los acontecimientos internos no afectan las tasas de interés externas, con lo cual, en igualdad de circunstancias, la deuda en moneda extranjera es menos atractiva que la deuda en moneda nacional.

1255. El gobierno decidió reducir la proporción de la deuda denominada en moneda extranjera, lo cual está reflejado en las directrices para 2001¹⁰⁴. No se fijó un porcentaje específico, en parte debido a que la proporción propuesta era tan inferior a la existente en ese momento que una decisión en este sentido no era urgente. En cambio, el gobierno adoptó un plan de amortizaciones anuales por un monto de SKr 35.000 millones. Los reembolsos anuales podrían modificarse dentro de un margen de ± SKr 15.000 millones. El gobierno solicitó a la Oficina que, al determinar la tasa de reembolso efectiva, tomara en cuenta el valor de la corona. Si se considera que la corona se encuentra muy subvaluada, resulta lógico (habida cuenta del objetivo de minimizar el costo) reducir los reembolsos hasta que el tipo de cambio de la corona vuelva a un nivel más normal. Al formular las directrices para 2002, el gobierno decidió reducir la tasa a largo plazo del reembolso a SKr 25.000 millones. Además, en vista de la debilidad de la corona, la tasa especificada para 2002 se fijó en SKr 15.000 millones.

¹⁰²Este análisis se presenta en la propuesta de directrices para 2001, que se encuentra disponible en el sitio de la Oficina en Internet (http://www.rgk.se/files/upl497-Guidelines_2001.pdf).

¹⁰³Las reservas en moneda extranjera son administradas por el Riskbank, que está a cargo de aplicar las políticas sobre moneda extranjera. Puesto que las existencias de moneda extranjera se reservan para fines especiales, no producen un efecto de cobertura a nivel del gobierno central. Por lo tanto, la deuda en moneda extranjera y las reservas en divisas se administran por separado.

¹⁰⁴La decisión del gobierno para 2001 está publicada en el sitio de la Oficina en Internet (http://www.rgk.se/files/upl546-statsskuld_eng.pdf).

1256. La Oficina, también con motivo de la depreciación de la corona, usó sus facultades para retener amortizaciones por un monto cercano a los SKr 15.000 millones en 2001. También anunció que a partir de 2002 los reembolsos se harían a un ritmo menor del previsto. Además de una importante reducción de la deuda denominada en coronas y la depreciación de esa moneda, esto se tradujo en un aumento de la proporción de deuda en moneda extranjera durante 2002 (gráfico 1). La meta a largo plazo sigue siendo reducir gradualmente la deuda en moneda extranjera a fin de crear una cartera de deuda que se ajuste mejor al objetivo de gestión de la deuda.

Deuda indexada según la inflación

1257. En su propuesta de directrices para 2002, la Oficina se centró en el papel que desempeña la deuda vinculada a la inflación¹⁰⁵. Los resultados cuantitativos obtenidos mediante el modelo de simulación fueron menos nítidos que los del análisis de la deuda en moneda extranjera. El modelo indica que, en lo que respecta a los costos y riesgos, las diferencias entre la deuda nominal y la deuda en moneda nacional indexada a la inflación son pocas. Una posible explicación de esto es que el modelo presupone que la economía no estará sujeta a perturbaciones importantes. Por ejemplo, en general, las metas de política presupuestaria y monetaria se cumplen en todas las simulaciones. De ahí que las carteras de deuda no se sometan a pruebas de estrés, pues éstas son difíciles de aplicar en un modelo de simulación a largo plazo. En este contexto, no debería haber diferencias importantes entre la deuda indexada a la inflación y la deuda nominal.

1258. La Oficina, mediante un análisis cualitativo, menciona otras posibilidades. Por ejemplo, en un contexto de bajos índices de crecimiento e inflación, quizá hasta de deflación, los bonos indexados según la inflación sirven para equilibrar el déficit. En cambio, en un período de estanflación no conviene tener un gran volumen de deuda indexada a la inflación. La observación de que ni la deflación ni la estanflación pueden descartarse a priori basta, entonces, para sostener que una cartera formada por varios tipos de deuda es preferible desde el punto de vista de la reducción del riesgo. En la medida en que el costo de los bonos indexados a la inflación no sea mucho mayor que el de los bonos nominales, este efecto de diversificación favorece la incorporación de deuda indexada según la inflación en la cartera. Puede sostenerse, tentativamente, que la proporción de deuda indexada a la inflación deberá ser superior al 8% (cifra actual) para que sea significativa en una prueba de estrés.

1259. En las directrices del gobierno para 2002 se señala que, en el largo plazo, la Oficina deberá aumentar el porcentaje de la deuda indexada según la inflación¹⁰⁶. Sin embargo, en

¹⁰⁵ La propuesta de directrices para 2002 se encuentra disponible en el sitio de la Oficina en Internet (http://www.rgk.se/files/upl1037-Riklinjer_Eng.pdf).

¹⁰⁶ La decisión del gobierno para 2002 está publicada en el sitio de la Oficina en Internet (http://www.rgk.se/files/upl1115-riklinjebeslut_2002_eng.pdf).

vista del objetivo de minimizar los costos, este aumento debe ponderarse con relación al costo de otros tipos de deuda. Como en otros países, el mercado de los bonos indexados a la inflación se ha caracterizado periódicamente por un escaso nivel de demanda de los inversionistas y por grandes primas de liquidez. Por lo tanto, es importante que la Oficina siga esforzándose por mejorar el funcionamiento del mercado de manera a reducir los riesgos de la cartera a un costo aceptable. (Véase también la sección C.)

Duración

1260. La selección de la duración de la deuda supone una solución de compromiso entre los costos y los riesgos de refinanciamiento. La experiencia indica que, en promedio, las tasas nominales a corto plazo son más bajas que las tasas a largo plazo. Por consiguiente, si el objetivo de minimizar los costos es firme, la deuda deberá ser de corta duración. Como se señaló anteriormente, puede que la correlación entre las tasas internas a corto plazo y el ciclo económico sea negativa, lo cual contribuye a equilibrar el déficit. Sin embargo, si la duración es más corta, el costo de la deuda sería más sensible a los niveles vigentes de la tasa de interés. Además, en general, las tasas a corto plazo son más inestables que las de largo plazo.

1261. La duración de la porción nominal de la deuda sueca es de 2,7 años. Se considera que esto representa una solución de compromiso adecuada entre los factores antes mencionados. Por consiguiente, las directrices actuales no contemplan cambios en la duración en los próximos tres años.

1262. La duración de la deuda indexada a la inflación es mucho mayor, como corresponde en el caso de un instrumento destinado a proteger a los inversionistas de la incertidumbre que representa la inflación. En las directrices se señala que la deuda indexada según la inflación deberá tener vencimientos de al menos cinco años al momento de la emisión y, si es posible, más largos. Por lo tanto, la deuda indexada a la inflación prolonga los vencimientos medios y ayuda a reducir los riesgos de refinanciamiento de la cartera de deuda en general.

Estructura de vencimientos

1263. Una meta respecto a la duración no reduce los riesgos de refinanciamiento. En principio, aunque solo se combinen dos vencimientos, puede lograrse cualquier meta de duración. En la práctica, el riesgo de refinanciamiento se limita a través de la estrategia global de financiamiento de la Oficina, que se basa en un conjunto de bonos de referencia con plazos de hasta 10 años y una serie de bonos indexados a la inflación, algunos de los cuales tienen vencimientos incluso más largos. Para fines de mayor claridad, las directrices todavía fijan un límite sobre la magnitud del refinanciamiento autorizado en el corto plazo. Se estipula que la Oficina deberá planificar sus operaciones de refinanciamiento de modo tal que el monto de los vencimientos durante los siguientes 12 meses no supere el 25% de la deuda.

Resumen

1264. Las autoridades suecas han decidido que el concepto de riesgo incluido en el objetivo estatutario debe interpretarse según la forma en que los costos generados por la deuda afecten la estabilidad de las finanzas públicas. Con este fin, las autoridades han adoptado un enfoque de GAP como punto de partida para el análisis de la cartera de deuda. En vista de la perspectiva temporal de la gestión de la deuda pública, que puede abarcar varias generaciones, la incertidumbre siempre será un elemento esencial de la gestión de la deuda. Por consiguiente, no deberán preverse soluciones cuantitativas concretas y definitivas sobre lo que constituye una cartera de deuda óptima. Además de las respuestas que provee el enfoque de la GAP, probablemente su contribución más importante sean las interrogantes que plantea. En particular, los encargados de administrar la deuda deberán abordar los temas relacionados con los riesgos de manera más coherente que si los costos de la deuda se analizaran por separado del resto del balance del gobierno.

Gestión dinámica de la deuda

Antecedentes

1265. Conviene distinguir entre dos tipos de gestión dinámica de la deuda. El primero incluye la adopción de medidas que permitan separar, por una parte, las decisiones relativas al financiamiento y, por la otra, las decisiones sobre las características de la cartera de deuda, lo que se hace sobre todo mediante instrumentos financieros derivados. Esto es por el deseo de utilizar métodos de financiamiento de bajo costo sin asumir necesariamente los riesgos vinculados a dichos instrumentos. Los costos de financiamiento y los riesgos de la cartera de deuda consiguiente serán menores que los de una cartera idéntica creada mediante el financiamiento directo. Este tipo de gestión dinámica se lleva a cabo por motivos estratégicos¹⁰⁷.

1266. El segundo tipo de gestión dinámica de la deuda se refiere a las posiciones adoptadas en función de las perspectivas sobre la futura evolución de las tasas de interés o los tipos de cambio. Para esto se necesita un índice de referencia preciso. Seguidamente se crea una posición, modificando la cartera real, de modo que se desvíe del índice de referencia. El resultado de la posición puede evaluarse comparando el valor (de mercado) de la cartera real con el valor del índice. Generalmente, este tipo de gestión dinámica de la cartera se lleva a cabo por motivos tácticos.

¹⁰⁷ Una gestión dinámica de la deuda puede incluir intercambios y recompras de la deuda pendiente, pues éstos implican que ha habido una desviación de la estrategia que consiste simplemente en “emitir y dejar pendiente”. Estos instrumentos se examinan en la sección C pues también tienen como finalidad aumentar la liquidez del mercado.

1267. La Oficina utiliza ambos tipos de gestión dinámica de la deuda. En esta sección se explican los motivos y enfoques de ambos casos.

Estrategias de gestión de la cartera

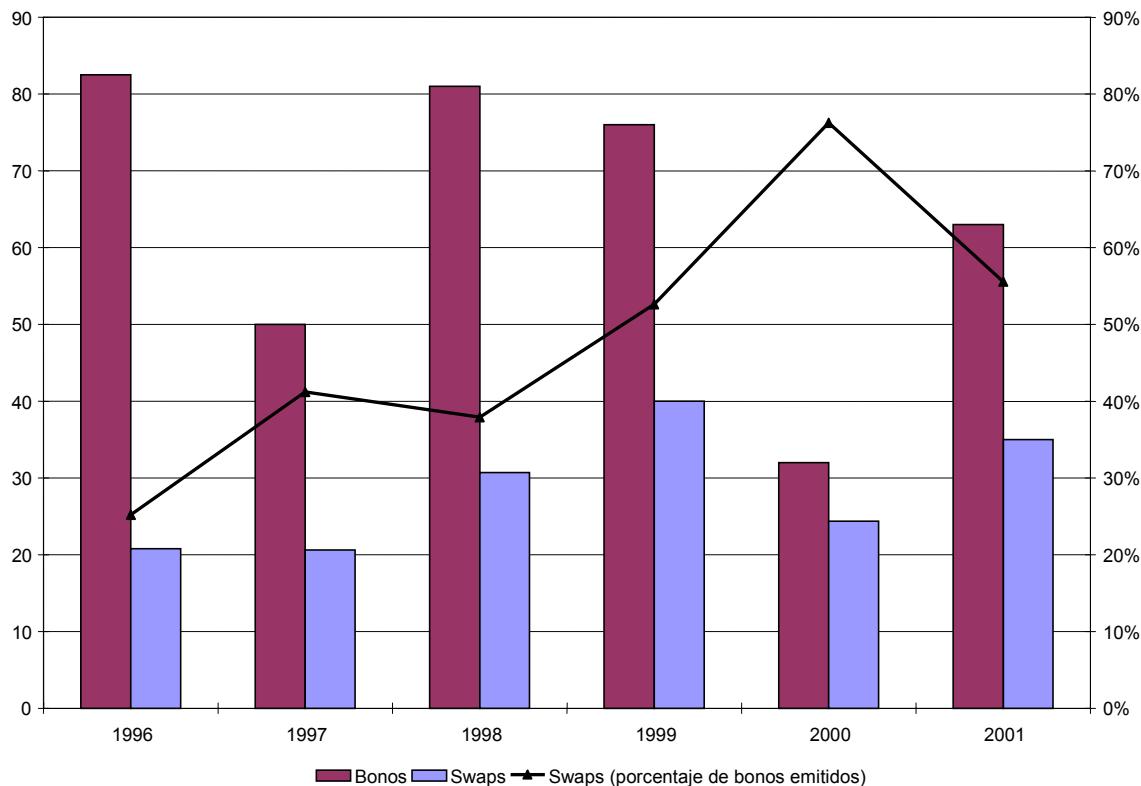
1268. La separación entre las decisiones sobre financiamiento y las decisiones sobre la cartera se debe a la manera en que se ha manejado la gestión de la deuda en moneda extranjera. Tradicionalmente, la Oficina ha aplicado una estrategia de financiamiento oportunista, buscando fuentes de financiamiento de bajo costo sin tener en cuenta la moneda ni los vencimientos. Para lograr la composición deseada de la cartera de deuda en moneda extranjera, es decir, una cartera de referencia, se utilizaron instrumentos financieros derivados para transformar los flujos de caja.

1269. En 1996, la Oficina empezó a obtener financiamiento en coronas suecas y a convertir la deuda en obligaciones sintéticas en moneda extranjera mediante *swaps* de divisas, pero en vista de la experiencia adquirida mediante el uso de instrumentos financieros derivados, esto no presentó grandes dificultades¹⁰⁸. La transformación comprende varios pasos. Primero, la Oficina emite un bono a largo plazo denominado en coronas. Segundo, hace un *swap* de tasas de interés en coronas en virtud del cual recibe pagos basados en una tasa de interés fija y efectúa pagos en base a una tasa de interés variable. Tercero, el flujo de caja en coronas con tasa variable se convierte en euros, por ejemplo, mediante un *swap* de divisas. Finalmente, se hace un *swap* de tasas de interés en moneda extranjera para lograr la duración deseada de las obligaciones de deuda en moneda extranjera. A fines de 2001, alrededor del 45% de las obligaciones en divisas, equivalente a SKr 180.000 millones, correspondía a *swaps* de monedas (coronas/divisas). Como se indica en el gráfico 2, el volumen anual de los *swap* ha oscilado entre SKr 20.000 millones y SKr 40.000 millones, dependiendo, en parte, del grado de desarrollo percibido del mercado. En los últimos años, se ha canjeado al menos la mitad de los bonos emitidos denominados en coronas.

1270. Los *swap* de coronas/divisas han sido, por varios años, el método más barato de creación de obligaciones en moneda extranjera. Esto se debe a que la Oficina, como representante del Estado, cuenta con una ventaja comparativa en el financiamiento a largo plazo en coronas suecas. En otras palabras, la tasa a largo plazo de los *swap* es para la Oficina más alta que el costo, del financiamiento a largo plazo. Parte de este margen del *swap* se compensa porque la tasa variable del *swap* es más elevada que la tasa aplicada a las letras del Tesoro (lo que determina el costo del financiamiento directo a corto plazo).

¹⁰⁸Para un análisis detallado del uso de *swaps* por parte de los encargados de la gestión de la deuda (incluida la Oficina Nacional de la Deuda de Suecia), véase el trabajo de Gustavo Piga, *Derivatives and Public Debt Management*, Asociación Internacional de Mercados de Valores (ISMA), Zurich, 2001.

Gráfico 2. Volúmenes de emisión de bonos y *swaps*, 1996–2001



Mientras que el margen medio a corto plazo a lo largo del período del *swap* sea más bajo que su margen inicial a largo plazo, los costos de financiamiento para la Oficina son más bajos si usa *swaps* en lugar de emitir letras. Además, se evita el riesgo de refinanciamiento¹⁰⁹.

1271. La Oficina ha anunciado que pueden utilizarse *swaps* de tasas de interés como alternativa al financiamiento a corto plazo, es decir, como complemento de las letras. Esto permite a la Oficina obtener financiamiento a los plazos más largos de la curva de rendimiento sin aumentar la duración de la deuda. Por consiguiente, los *swaps* se traducen en mayores volúmenes de emisión en el mercado de bonos de Suecia, lo cual seguramente apuntala la liquidez. Este aspecto ha sido importante en los últimos años, al reducirse las necesidades brutas de financiamiento a raíz del mejoramiento de la situación fiscal.

¹⁰⁹Un bono a largo plazo combinado con un *swap* de tasas de interés es equivalente a un pagaré de tasa variable (sintético).

1272. Es importante que las transacciones a gran escala de instrumentos financieros derivados se administren de manera transparente a fin de evitar que surjan confusiones en el mercado sobre los motivos de su uso. Por lo tanto, así como en el caso del mercado de bonos, la Oficina anuncia las operaciones de *swap* previstas para el año. Las decisiones sobre volumen se basan en la experiencia adquirida y en las observaciones hechas por los participantes en el mercado. Los volúmenes pueden variar según las condiciones del mercado. Asimismo, un libro de *swaps* de la magnitud del de Suecia presupone que el desarrollo del mercado de *swaps* es suficiente para que la reducción de los márgenes de los *swaps* no disminuyan los beneficios. Por lo tanto, es aconsejable una ampliación gradual del programa, tomando debidamente en cuenta los costos de los *swaps* en relación con otros métodos de financiamiento.

1273. Los *swaps* y otros instrumentos financieros derivados conllevan riesgos con relación a las contrapartes que deben gestionarse cuidadosamente. La Oficina usa los acuerdos de respaldo al crédito (Credit Support Annex - CSA) para reducir los riesgos crediticios. Es un sistema de intercambio bilateral de efectivo basado en el valor de mercado vigente de la posición neta. El sistema limita el riesgo crediticio ante las fluctuaciones diarias del valor de mercado, permitiendo a la Oficina transar con las contrapartes que ofrecen el mejor precio en un momento dado, básicamente prescindiendo de los contratos suscritos previamente con dichos intermediarios¹¹⁰.

Distribución táctica de la deuda

Deuda denominada en divisas

1274. La Oficina adopta posiciones tácticas orientadas a sacar provecho de las fluctuaciones de los tipos de cambio y las tasas de interés solamente cuando administra deuda en moneda extranjera. El marco de esta actividad es una cartera de referencia que determina el Directorio de la Oficina. El Directorio especifica una cartera neutra desde el punto de vista de su composición monetaria y de los vencimientos, así como las desviaciones máximas que se permiten con respecto a dicha cartera. La Gerencia de la Oficina tiene que adoptar posiciones dentro de este marco. La observancia de los límites es supervisada por el Departamento de Control del Riesgo, entidad independiente del Departamento de Gestión de la Deuda.

1275. La Oficina también utiliza los servicios de administradores externos de la cartera (en la actualidad son cinco), que trabajan sobre la base del mismo mandato, a una fracción del monto total de la deuda en moneda extranjera. Esta manera de proceder es un instrumento adicional para evaluar las decisiones de la Oficina en materia de distribución de la deuda.

¹¹⁰De acuerdo con la práctica utilizada en el mercado, la Oficina utiliza acuerdos de respaldo al crédito simétricos, es decir, también transfiere efectivo si la contraparte tiene un título de crédito neto.

Deuda denominada en moneda nacional

1276. La Oficina, en su labor de gestión de la deuda denominada en coronas, no adopta decisiones sobre la distribución de la deuda sobre la base de las perspectivas de las tasas de interés. Esto se debe principalmente a que la Oficina desempeña un papel tan preponderante en el mercado de instrumentos de renta fija denominados en coronas que sus redistribuciones podrían afectar las tasas de interés. El comportamiento oportunista de un prestatario de tal importancia aumentaría el nivel general de las tasas de interés porque los inversionistas exigirían una compensación por los mayores riesgos que enfrentarían. Debido a que, en general, domina el mercado de bonos en moneda nacional, la adopción de una estrategia de endeudamiento previsible y transparente es la mejor forma de reducir los costos de la deuda para el emisor soberano. (Véase también la sección C.)

1277. Como se señaló en la sección B (Estrategia de gestión de deuda), en cierta medida la Oficina fundamenta sus decisiones acerca de la tasa de reembolso de la deuda en divisas sobre sus evaluaciones del tipo de cambio. Ese también es un tipo de gestión dinámica de la deuda que afecta la composición de la deuda, si bien no hay un índice de referencia específico para la cartera de deuda global.

1278. Cabe señalar que en cuanto a poder garantizar bajos niveles de costo y riesgo, la gestión dinámica de la deuda con relación a una cartera de referencia es apenas de importancia secundaria en comparación con la decisión sobre la cartera de referencia misma. Por ejemplo, es evidente que la selección de un plazo de duración de dos años en lugar de un plazo de cinco años tiene un efecto mucho mayor sobre los costos y riesgos que las fluctuaciones en un margen de $\pm 0,3$ años alrededor del valor central. Sin embargo, en términos absolutos, una gestión dinámica exitosa de la deuda puede producir importantes ahorros. Asimismo, los instrumentos utilizados para adoptar posiciones, por ejemplo, los instrumentos financieros derivados, también pueden aplicarse a los métodos tradicionales de gestión de la deuda, lo que puede tener efectos secundarios positivos.

Gestión de caja y vínculos con el banco central

1279. El sistema estatal de pagos de Suecia está basado en un principio contable único, a saber, todos los pagos se encauzan a través de una cuenta principal exclusiva administrada por la Oficina. Hasta 1994, el saldo de la cuenta se mantenía en el Riksbank. En vista de esto, la Oficina no participaba en la gestión de caja sino, más bien, el Riksbank tenía que neutralizar los cambios en las reservas bancarias producidos por las fluctuaciones en el saldo de la cuenta del Estado.

1280. En el marco del ingreso de Suecia a la Unión Europea (UE), se decidió que la Oficina deberá administrar la cuenta principal a nivel externo del Riksbank. Uno de los motivos es que las normas de la UE prohíben que el banco central financie directamente al sector público, es decir, la Oficina ya no podía registrar un saldo negativo en su cuenta de un día para otro. Puesto que el saldo en efectivo del sector público registra fuertes fluctuaciones durante el mes, habría sido necesario depositar una importante suma en el Riksbank para

crear un fondo de estabilización y así evitar que se produjera un saldo negativo. Se estimó que este método de gestión de caja era ineficiente.

1281. En el marco actual, la Oficina usa su cuenta en el Riksbank para participar en el sistema de compensación de pagos, pero el saldo de cuenta se fija en cero al final del día. Esto se logra mediante transacciones en el mercado interbancario a corto plazo con instrumentos tales como los préstamos y depósitos de día a día, y las operaciones de recompra. En general, estas transacciones en el mercado interbancario permiten lograr un saldo cero. Ocasionalmente queda un saldo residual (positivo o negativo) al final del día, rara vez superior a unos millones de coronas. Ese saldo se transfiere automáticamente a una cuenta de la Oficina en un banco comercial. De este modo, la Oficina se encarga de todos los aspectos de la gestión de la deuda pública, desde los préstamos día a día hasta los bonos a 30 años indexados según la inflación.

1282. Este sistema también evita que el Riksbank tenga que compensar las fluctuaciones en la situación de caja del Estado mediante operaciones de mercado. Puesto que la Oficina forma parte del mercado interbancario, las reservas disponibles para el sistema bancario no se ven afectadas por la situación de caja del Estado. Además, la separación entre la gestión de caja del Estado y la del banco central simplifica la labor del Riksbank en cuanto a manejar el balance general de manera de fijar las tasas de interés de los préstamos día a día al nivel previsto.

1283. Si bien la Oficina se ha encargado de la gestión del efectivo en moneda nacional desde 1994, continúa efectuando todos los intercambios entre coronas y divisas a través del Riksbank. Éste efectúa los intercambios que se requieren para cubrir la compra de divisas de la Oficina, en base a una modalidad predeterminada que busca evitar cualquier confusión con las intervenciones que se realizan para fines de política cambiaria. Específicamente, el Banco adquiere una suma previamente anunciada de divisas durante un cierto período de cada día de operaciones.

1284. El 1 de julio de 2002, la Oficina también tendrá derecho a realizar estos intercambios con otras contrapartes. El motivo de esta decisión del gobierno es que ello permitirá mayor flexibilidad en el manejo de las transacciones. Si bien la Oficina también debe actuar de manera previsible y transparente en el mercado de divisas, es decir, se prohíben las transacciones especulativas a corto plazo, no necesita seguir un calendario tan estricto como el del Riksbank, con lo cual utiliza la compra de divisas como instrumento para reducir el costo de la deuda.

Gestión de pasivos contingentes

1285. Los pasivos contingentes en forma de garantías solo pueden emitirse con autorización del Parlamento. Los programas especiales de garantías relacionadas con el crédito a la exportación, la vivienda, la asistencia internacional y las garantías de depósitos están a cargo de cuatro entidades gubernamentales. La Oficina emite otras garantías en base a autorizaciones específicas del Parlamento. La Ley sobre el presupuesto estipula que deberá

cobrarse un cargo vinculado al riesgo por concepto de las garantías. Si el Parlamento decide que el beneficiario de la garantía no está obligado a pagar, deberán reservarse fondos presupuestarios para cubrir el cargo. La Oficina fija el cargo, o sea, hay una clara separación entre la decisión de emitir la garantía y la fijación del precio. Las decisiones de la Oficina en materia de fijación de precios pueden evaluarse a posteriori verificando si los cargos acumulados durante períodos prolongados corresponden a los pagos efectuados para cubrir las garantías exigidas.

1286. Con un enfoque de GAP para la gestión de la deuda es evidente que deben considerarse las garantías (y otros pasivos contingentes) al analizar los riesgos de las finanzas públicas. En un marco coherente de gestión del riesgo debe poder considerarse, por ejemplo, si se lograría reducir el riesgo mediante una modificación de la cartera de deuda pública o mediante la transferencia de una garantía a un garante del sector privado.

1287. Evidentemente, es más fácil enunciar este principio que aplicarlo. Un primer paso sería presentar, de manera consecuente, información agregada sobre las garantías que ofrece el gobierno, por ejemplo, las pérdidas previstas de la cartera total de garantías, aunque también debería reflejarse la magnitud de las pérdidas imprevistas. Los informes sobre la cartera de garantías deberán presentarse al Parlamento en el marco del proyecto presupuestario. Cualquier aumento en las pérdidas por concepto de garantías, previstas o imprevistas, debe considerarse antes de adoptar las decisiones sobre gastos e impuestos, pues ello presupone un debilitamiento de la posición fiscal subyacente. Suecia no cuenta con un sistema de este tipo, pero se están adoptando medidas destinadas a mejorar el análisis y la gestión de los pasivos contingentes.

C. Desarrollo de los mercados de títulos públicos

Introducción

1288. Junto con una distribución equilibrada de los distintos tipos de deuda, es importante contar con un mercado de títulos públicos eficiente para alcanzar el objetivo de minimizar los costos. La Oficina, además de ser uno de los principales prestatarios y participantes en el mercado de instrumentos de renta fija de Suecia, está a cargo de garantizar la eficiencia y la evolución de los mercados; por lo tanto, ha participado activamente en su análisis y desarrollo a través de, entre otras, la adopción de medidas destinadas a aumentar la liquidez y transparencia del mercado secundario. Más adelante se examinan algunas de las medidas adoptadas en los distintos segmentos del mercado.

Bonos nominales

Mercado primario

1289. La estrategia global consiste en concentrar las operaciones de endeudamiento en unas pocas emisiones de gran volumen. En la actualidad existen unas 10 emisiones de bonos de referencia de esa naturaleza. Las emisiones de gran magnitud facilitan las operaciones de

compraventa y reducen el riesgo de que se produzca un breve agotamiento de ciertas emisiones. Anteriormente, el objetivo de la Oficina era garantizar que todos los años hubiera una emisión de bonos en vencimiento. Esta estrategia se modificó ligeramente en 2000, cuando se introdujo una nueva emisión a 10 años con vencimiento en 2001, o sea, no había vencimientos en 2010. En vista de los importantes superávit presupuestarios, lo más importante era concentrar los empréstitos de manera de fomentar la liquidez, en vez de que los bonos de referencia tuvieran vencimientos anuales. En el gráfico 3 se indica la estructura de vencimientos que existía a fines de 2001.

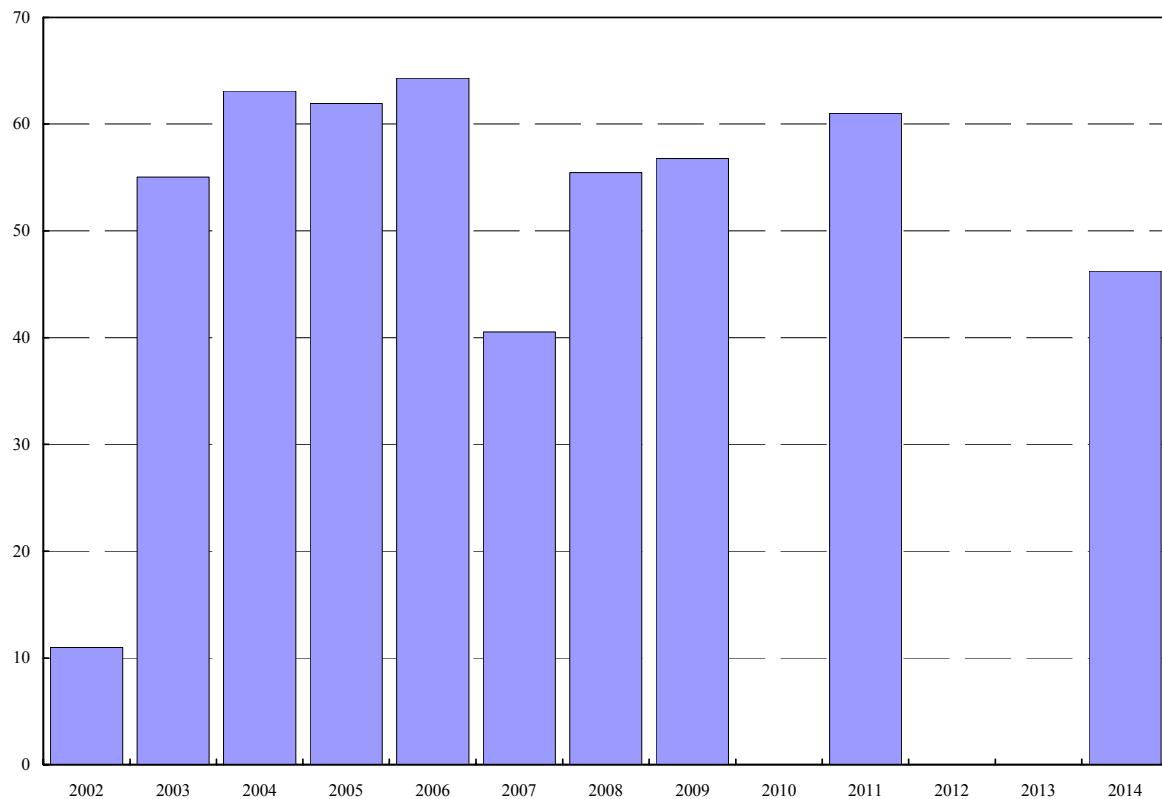
1290. Cuando se introduce una nueva emisión, generalmente con un vencimiento de 10 años, se efectúan operaciones de intercambio de las emisiones anteriores a fin de constituir la nueva emisión rápidamente. Además, se establece un servicio especial de recompra de unos SKr 20.000 millones inmediatamente después de la primera subasta del nuevo bono. Generalmente, la tasa de recompra es 15 puntos básicos inferior a la meta fijada por el Riksbank para las tasas de interés de los préstamos día a día. Este servicio de recompra garantiza que ningún inversionista ejerza presión sobre el mercado para que se realice una nueva emisión. En consecuencia, la Oficina no ha fijado límites sobre la proporción de un tipo de bono que puede tener cada inversionista, ni sobre la proporción asignada a cada operador en una subasta.

1291. Las subastas de bonos tienen lugar dos veces por semana. La emisión en subasta y el volumen en venta se anuncian con una semana de anticipación. Los operadores autorizados deben presentar ofertas en nombre de los inversionistas y por cuenta propia. Los resultados se dan a conocer 15 minutos después del cierre de la subasta.

Mercado secundario

1292. Una manera eficaz de aumentar la liquidez del mercado es ofreciendo servicios de recompra a los operadores autorizados. Esto reduce el riesgo de escasez y, por consiguiente, promueve la liquidez. Estas actividades son de carácter limitado para que la Oficina no asuma una posición demasiado dominante en el mercado de los acuerdos de recompra. La Oficina ha fijado un límite de SKr 500.000 millones para las operaciones de recompra para los operadores autorizados, a una tasa punitiva de 60 puntos básicos por debajo de la meta fijada por el Riksbank para las tasas de interés de los préstamos día a día. Este margen garantiza que el servicio se considere solo como un “acuerdo de recompra de última instancia”. Si bien estos servicios se usan con poca frecuencia, son importantes porque impiden que se ejerza presión sobre el mercado. Con una tasa punitiva de hasta 60 puntos básicos, la oferta y demanda del mercado siguen regulando la fijación de precios en circunstancias normales, sin interferencia de la Oficina.

Gráfico 3. Estructura de vencimientos de los bonos nominales; diciembre de 2001

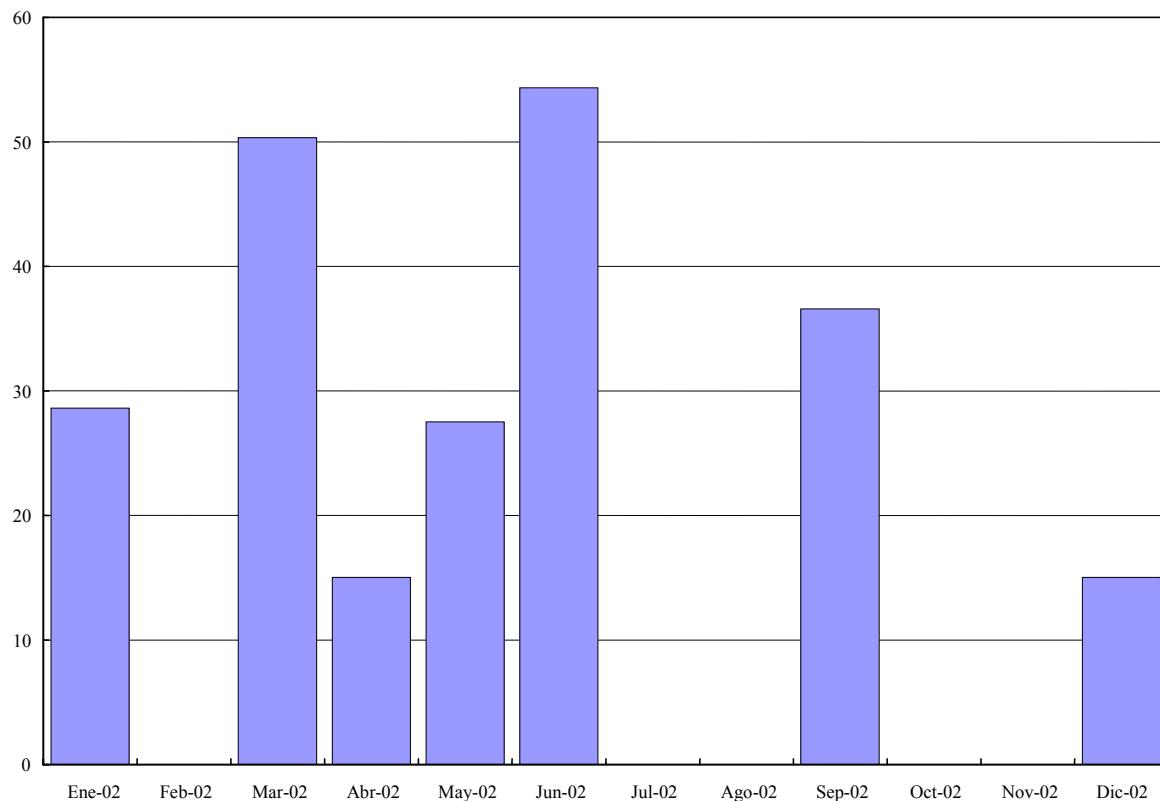


1293. Las operaciones de recompra son, además, un instrumento ideal para la gestión de liquidez por parte de la Oficina. Cuando la Oficina necesita financiamiento a corto plazo, puede, por ejemplo, dar un título en préstamo al inversionista mediante una operación de reporto a fin de obtener fondos a corto plazo. En este caso, la tasa del acuerdo de recompra es inferior en 15-25 puntos básicos a la tasa de interés de los préstamos día a día. Otras alternativas son obtener crédito directamente en el mercado de depósitos o efectuar una emisión continua de letras del Tesoro a corto plazo.

Letras del Tesoro

1294. El mercado de letras del Tesoro de Suecia es relativamente grande en el contexto internacional. Alrededor de 20% de la deuda total corresponde a letras del Tesoro. Este mercado funciona en base a los mismos principios que el mercado de bonos. Las operaciones de endeudamiento se llevan a cabo a través de dos subastas semanales y se concentran en ocho letras, que generalmente tienen vencimientos de hasta 12 meses (véase el gráfico 4). En este caso, el mercado de reporto es menos líquido y profundo que el mercado de bonos, pero la Oficina cuenta con servicios de recompra similares a los existentes para el mercado de bonos, y las condiciones son algo más generosas.

Gráfico 4. Estructura de vencimientos de las letras del Tesoro; diciembre de 2001



1295. Cuando el vencimiento de un bono es inferior a un año, se ofrece a los inversionistas la oportunidad de sustituirlo por un paquete integrado por tres o cuatro letras. El paquete se compone de tal manera que el intercambio sea neutro desde el punto de vista de la duración. Mediante esta operación se aumenta la liquidez de los títulos del inversionista y se reduce el riesgo de refinanciamiento para la Oficina, pues la amortización se distribuye entre varias fechas.

Bonos indexados según la inflación

1296. Los bonos indexados a la inflación se introdujeron en 1994. Representan alrededor del 8% de la deuda total. Debido a esto, el mercado sueco de bonos indexados a la inflación es, en términos relativos, uno de los más grandes del mundo. Actualmente existen siete bonos indexados con vencimientos que oscilan entre 2 y 26 años.

1297. Se han planteado dos argumentos básicos a favor de la emisión de bonos indexados según la inflación. Primero, el costo de financiamiento a largo plazo debe ser más bajo, ya que el Estado asume el riesgo inflacionario. Si la prima por riesgo de inflación es más alta que otras primas que pudieran tener el efecto opuesto, por ejemplo, las primas por liquidez, el

costo del financiamiento de los bonos indexados a la inflación deberá ser más bajo que en el caso de los bonos nominales. El segundo argumento, que se examina en la sección B, es que los bonos indexados a la inflación contribuyen a diversificar la cartera de deuda.

1298. En los primeros años del programa, el argumento relativo al costo parece haber sido válido, pues los inversionistas compraban bonos indexados a la inflación cuyos niveles de rentabilidad eran superiores a la meta oficial de inflación fijada por el Riksbank. Es probable que la meta de inflación de ese momento no haya sido totalmente fidedigna, por lo que resultaba lógico que los inversionistas pagaran para evitar el riesgo de inflación. La inflación se redujo a un nivel inferior al de la meta fijada y, en consecuencia, la Oficina ha calculado que el endeudamiento vinculado a la inflación permitió un ahorro de aproximadamente SKr 8.000 millones en costos acumulados de financiamiento desde 1994. Sin embargo, en los últimos años, la meta de inflación del 2% ha adquirido credibilidad, y el punto de equilibrio de la inflación fijado por el mercado ha sido inferior al 2%. Esto ha planteado la interrogante de si es eficiente en función de los costos emitir bonos indexados según la inflación.

1299. El gobierno y la Oficina han llegado a la conclusión de que el ahorro por concepto de costos puede variar considerablemente a lo largo del tiempo. En las épocas en que se calcula que el riesgo de inflación será pequeño, puede que convenga menos emitir bonos indexados a la inflación, y viceversa. Además, para la Oficina es importante fomentar un mercado eficiente para estos bonos a fin de reducir la prima por liquidez.

1300. Es difícil crear un mercado para un nuevo tipo de instrumento. Los argumentos teóricos favorecen la inclusión de bonos indexados a la inflación en las carteras de activos a largo plazo. Sin embargo, la mayoría de las grandes carteras de activos en Suecia todavía incluyen una proporción pequeña de activos vinculados a la inflación. Pero existen varias otras razones. Una de ellas es, probablemente, que muchos inversionistas utilizan un sistema de contabilidad y parámetros nominales, con lo cual se crea la impresión de que los instrumentos indexados a la inflación son más arriesgados. Asimismo, generalmente los administradores de fondos no se alejan mucho de lo que hacen sus competidores, o sea, puede que haya umbrales que sea preciso superar para aumentar las tenencias agregadas de bonos indexados a la inflación.

1301. Una de las lecciones derivadas de la experiencia de Suecia es la necesidad de aplicar un enfoque pragmático. Por ejemplo, la Oficina ha emitido bonos indexados a la inflación mediante subastas y emisiones continuas. Las emisiones continuas, es decir, las que se realizan a solicitud de los operadores autorizados, daban buenos resultados cuando los grandes inversionistas nacionales acumulaban tenencias estratégicas de bonos indexados a la inflación. Mediante este método se satisfacía la demanda de manera flexible. A medida que creció el mercado, se empezó a recurrir al método de las subastas ya que ello incrementaba la transparencia y previsibilidad.

1302. Si bien los bonos indexados según la inflación se venden en subastas, la Oficina ofrece a los operadores autorizados un servicio de intercambio continuo en el mercado secundario, lo cual les permite pasar de un bono a otro de manera neutra desde el punto de

vista de la duración. Por la manera en que la Oficina fija el precio, el costo de los intercambios es elevado para los operadores. Este servicio de intercambio, así como los servicios de recompra de los bonos nominales, debe considerarse como una oferta de “última instancia”. Asimismo, la Oficina cuenta con servicios de recompra para bonos indexados a la inflación. Los operadores autorizados pueden efectuar operaciones de recompra por SKr 200 millones, a una tasa 25 puntos básicos más baja que la tasa del Riksbank para los préstamos día a día.

1303. Antes de las subastas, la Oficina solicita asesoramiento a los operadores autorizados. La Oficina tiende a prestar más atención a lo que se dice en el mercado de bonos indexados a la inflación que en el de los bonos nominales; en un mercado nuevo, el diálogo con los inversionistas y operadores es más importante.

1304. Naturalmente, cuando la Oficina decide qué y cuanto emitir, también toma en cuenta los precios. En particular, procura evitar el financiamiento a tasas de inflación de equilibrio, porque son demasiado bajas. Sin embargo, la Oficina estima que es importante apoyar al mercado, aunque solo sea mediante emisiones pequeñas, cuando los costos de financiamiento parecen ser menos favorables. En el más largo plazo, esto seguramente contribuirá a reducir las primas por liquidez y, con ello, a disminuir el costo del financiamiento vinculado a la inflación

Operadores autorizados

1305. La Oficina suscribe tres tipos de acuerdos con los operadores: para bonos nominales, para letras del Tesoro y para bonos indexados según la inflación. Mediante estos acuerdos oficiales, la Oficina forma grupos de operadores dispuestos a participar en los mercados primario y secundario de manera continua. En Suecia, ese compromiso por parte de los operadores reviste gran importancia en vista del tamaño reducido del mercado.

1306. En 2001 se modificó el acuerdo sobre bonos nominales, tras la puesta en marcha de un sistema electrónico de compraventa. La Oficina recurrió a los acuerdos como instrumento para lograr una reforma uniforme de la estructura del mercado. En el nuevo acuerdo se establece que los operadores autorizados, además de participar en el mercado primario, deben cotizar en el sistema electrónico, con carácter vinculante, precios de compra y venta para los bonos con vencimiento de 2, 5 y 10 años. En el acuerdo se determinan volúmenes mínimos y márgenes máximos entre el tipo de cambio de compra y de venta. Como parte del nuevo acuerdo, la Oficina comenzó a pagar comisiones a los operadores para fomentar la participación en el sistema de compraventa electrónico. Parte de la comisión es fija, mientras que la otra está vinculada al nivel de actividad del operador en los mercados primario y secundario. En total, las comisiones ascienden a entre SKr 15 y SKr 20 millones por año (equivalente a menos de US\$2 millones).

1307. El nuevo sistema de compraventa electrónico es regulado por un junta directiva, en la que están representados los operadores autorizados, la Oficina y la Bolsa.

1308. La Oficina no paga comisiones en el mercado de letras del Tesoro, pues el compromiso de los operadores —sobre todo en el mercado secundario— no se considera tan importante como en el mercado de bonos. No obstante, los operadores autorizados tienen la ventaja de ser los únicos autorizados a presentar ofertas en las subastas y a recurrir a los servicios de recompra.

1309. El acuerdo sobre los bonos indexados a la inflación es más amplio en el sentido de que los candidatos deben presentar una solicitud todos los años y un programa de actividades comerciales. Con esto, la Oficina quiere hacer hincapié en la importancia de que los operadores promuevan el uso de los bonos indexados a la inflación a fin de ayudar a ampliar la base de inversionistas. También se pagan comisiones a los operadores autorizados en el mercado de instrumentos indexados según la inflación, que ascienden en total a unos SKr 12 millones al año.

Relaciones con los inversionistas

1310. A medida que los mercados de instrumentos de renta fija se integran mejor en los mercados mundiales, aumenta la importancia de las relaciones con los inversionistas. En el pasado, las políticas sobre deuda de un país solo eran de interés para un número reducido de inversionistas internos. En la actualidad, los inversionistas pueden elegir entre varios instrumentos de renta fija. En consecuencia, los prestatarios soberanos compiten entre sí y con otros emisores importantes.

1311. La transparencia y la previsibilidad son los principales elementos de la estrategia que aplica la Oficina en las relaciones con los inversionistas. Si éstos comprenden el sistema de gestión de la deuda y saben qué variables son importantes, se reducen tanto la incertidumbre como las primas por concepto del riesgo. Sin embargo, la transparencia y la previsibilidad no excluyen la posibilidad de que se produzcan cambios en los programas de endeudamiento o en los instrumentos utilizados. El emisor debe tener la oportunidad de ajustar sus planes, por ejemplo, frente a cambios imprevistos en las necesidades de financiamiento. Por lo tanto, el objetivo debe ser comunicar principios estratégicos, como la duración de la deuda y su composición óptima, y explicar qué factores son importantes en la formulación de las políticas.

1312. En ese sentido, el sistema de directrices constituye una buena base. En las directrices, los inversionistas pueden descubrir los motivos tras una determinada estrategia. Debido a que todos los documentos del proceso de adopción de directrices son públicos, los operadores, inversionistas y otras partes interesadas también pueden aportar sus comentarios.

1313. La Oficina publica un informe tres veces al año con los últimos pronósticos sobre las necesidades de financiamiento y los futuros programas de emisión. Asimismo, en el informe se examinan distintos temas relacionados con la gestión de la deuda; incluye artículos tales como, por ejemplo, las estrategias relativas a los *swaps*, propuestas de cambios en la estructura del mercado y otros temas similares. El objetivo es proveer información y

estimular el debate sobre la gestión de la deuda. El sitio en Internet se usa ampliamente para divulgar información (www.rgk.se).

1314. Además de ofrecer a los inversionistas material escrito, la Oficina estima que es importante atender a aquéllos que estén interesados en examinar la política sobre deuda. Además, la Oficina programa reuniones con inversionistas en Suecia y en el exterior.

Compensación y liquidación

1315. Todos los instrumentos de deuda negociables usados por la Oficina se registran electrónicamente en VPC AB (el organismo de depósito y compensación de títulos de Suecia), una sociedad controlada por los principales bancos nacionales. Dicho organismo se ocupa de la compensación y liquidación de todas las transacciones de títulos públicos, así como de los pagos de intereses y los reembolsos al vencimiento. La fecha normal de liquidación para las letras del Tesoro es T + 2, y T + 3 para los bonos.

1316. En el sistema sueco, la compensación se realiza en cifras netas, lo que lo hace vulnerable a los problemas de liquidación de posiciones si un participante importante no paga o no entrega los títulos. Para afrontar este problema, todos los participantes en el mercado, incluidos la Oficina y el Riksbank, han convenido en respaldar al mercado mediante acuerdos de recompra. No obstante, estos no son obligatorios, es decir, sigue existiendo el riesgo de que surjan problemas de liquidación, lo cual significa que el sistema no se ajusta plenamente a las normas internacionales; asimismo, el riesgo sistémico es cubierto implícitamente por el Estado. El Riksbank, como entidad a cargo del sistema de pagos de Suecia, ha exigido la reforma del sistema. La incorporación de una contraparte central parece ser la solución más viable en la actualidad, aunque también se han examinado otras opciones, como la liquidación bruta.

Evolución del futuro mercado de títulos públicos

1317. En el futuro, las estrategias de gestión de la deuda y financiamiento en Suecia seguirán centrándose en la ampliación de la base de inversionistas. Esto incluye un esfuerzo por atraer a nuevos inversionistas institucionales internacionales para compensar la diversificación internacional por parte de los administradores de la cartera nacional. Sin embargo, esta labor también requiere que los instrumentos de deuda pública se coloquen a disposición de los pequeños inversionistas, incluidos los inversionistas minoristas. En los últimos años, esta evolución se ha visto obstaculizada, en cierta medida, por el desempeño extraordinario del mercado de valores; los instrumentos de renta fija no han resultado atractivos para los inversionistas particulares. Como consecuencia de la corrección del mercado bursátil, la Oficina ha observado un mayor interés en los instrumentos de ahorro de renta fija.

1318. Todo esto plantea ciertas interrogantes sobre cómo atraer a los inversionistas minoristas. Puede que los medios de distribución más eficientes transformen el papel que desempeñan los operadores autorizados y otros intermediarios. Una posibilidad es que los

inversionistas, tanto minoristas como institucionales, presenten ofertas en las subastas directamente a través del sitio de la Oficina en Internet. La ventaja de esto, desde el punto de vista de los inversionistas, es que podrían presentar ofertas sin necesidad de intermediarios y sin revelar información a otros participantes en el mercado. Otro punto interesante es que puede que los intermediarios decidan que no vale la pena invitar a los inversionistas minoristas a participar en el mercado primario de títulos públicos, pues ello resulta menos provechoso que vender otros productos.

1319. Por lo tanto, la Oficina estima que, para entrar en contacto con los inversionistas más pequeños es importante crear mecanismos de distribución directos. La desventaja de esta estrategia es que podría ser caro administrar lotes pequeños. La actual evolución hacia los métodos de tramitación directa seguramente reducirá los costos en los próximos años. Asimismo, los costos en cuestión deben evaluarse en comparación con el costo que entraña el uso de intermediarios, por ejemplo, las comisiones y los cargos de suscripción. En el contexto más competitivo de los emisores soberanos, puede que aumenten los cargos asociados a estos servicios.

1320. No está claro qué efectos tendrá la rápida evolución tecnológica sobre la distribución de los instrumentos de deuda. Sin embargo, la Oficina estima que es importante prepararse en caso de que los nuevos mecanismos de distribución, por ejemplo, los basados en Internet, resulten atractivos para los inversionistas. Es difícil anticipar los cambios, por lo cual es aún más importante no depender solo de una estrategia.

1321. ¿Qué ocurrirá con el mercado secundario si los cambios en el mercado primario se traducen en un aumento de las ventas directas a los inversionistas? Actualmente, el mercado secundario está estructurado en base a un sistema de creadores de mercado en el que los bancos cotizan los precios de compra y de venta. Con un papel menos central en el mercado primario, puede que algunos intermediarios estimen que no es rentable destinar recursos a las actividades del mercado secundario. Es posible que esta evolución sea paralela a la tendencia de los mercados de deuda (similar a los mercados de acciones) de funcionar sobre la base de pedidos, en la que los creadores de mercado son menos importantes. O puede que los emisores se vean obligados a recurrir a métodos nuevos para obtener el respaldo de los intermediarios en el mercado secundario. En todo caso, es lógico contar con mecanismos alternativos de distribución. Pero estas alternativas deberán formularse tomando en cuenta los efectos en el mercado secundario. Es importante también que los inversionistas minoristas puedan convertir sus tenencias de bonos en efectivo a precios aceptables.

1322. Inevitablemente, la continua evolución tecnológica alterará los mercados de títulos de renta fija, de la misma manera que está alterando otros mercados financieros. La separación entre los mercados primario y secundario, y el importante papel que desempeñan los intermediarios en ambos segmentos, son dos de las áreas en las que podrían surgir nuevas soluciones. Por consiguiente, es aconsejable que los administradores de la deuda tomen en cuenta los posibles cambios en la estructura tradicional del mercado al formular las estrategias orientadas a mejorar el funcionamiento de los mercados de títulos públicos.

XVII. REINO UNIDO¹¹¹

A. Creación de un marco institucional y de gobernación sólidos

Objetivos de la política de gestión de la deuda

1323. La actual política de gestión de la deuda pública fue delineada, por primera vez, en el informe sobre el análisis de la gestión de la deuda de 1995. La política de gestión de la deuda tiene el siguiente objetivo:

“Minimizar, a largo plazo, el costo de cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno, tomando en cuenta los riesgos y, al mismo tiempo, garantizando que la gestión de la deuda sea compatible con los objetivos de la política monetaria.”

1324. Este objetivo de política se debe lograr mediante:

- La aplicación de una política de emisión abierta, previsible y transparente.
- La emisión de gilts convencionales que permitan obtener una prima de referencia.
- La modificación de los plazos de vencimiento y las características de la cartera de deuda pública mediante el reajuste de los vencimientos y componentes de la emisión de deuda y otras operaciones de mercado, incluidas las subastas de intercambio, las ofertas de conversión y los acuerdos de recompra.
- La creación de un mercado de gilts líquido y eficiente.
- El suministro de instrumentos de ahorro al por menor eficaces en función de los costos a través del organismo de ahorro nacional.

1325. Con anterioridad al análisis de 1995, los objetivos oficiales de la gestión de la deuda eran los siguientes:

- Respaldar y complementar la política monetaria.
- Sin perjuicio de lo anterior, evitar las distorsiones del mercado financiero.
- Sin perjuicio de lo anterior, financiar al menor costo y riesgo.

1326. No obstante, se estimó que estos objetivos no reflejaban adecuadamente la forma en que la política de gestión de la deuda funcionaba en la práctica. En particular, se consideró lo siguiente:

- El financiamiento al menor costo con sujeción al riesgo es el objetivo principal de una política de gestión de la deuda.

¹¹¹Este estudio de casos fue preparado por la Oficina de gestión de deuda del Reino Unido y por el equipo de gestión de deuda y reservas del Tesoro del Reino Unido.

- Un mercado de gilts eficiente y líquido disminuye los rendimientos y, en consecuencia, reduce los costos del financiamiento, lo cual contribuye a lograr el objetivo principal.
- La gestión de la deuda no es el principal instrumento de la política monetaria, y la política monetaria no es el principal objetivo de la gestión de la deuda.
- Este objetivo no incluye las importantes funciones específicas del mercado de gilts y el ahorro nacional.

1327. El actual objetivo está centrado en el largo plazo. Esto evita la búsqueda de beneficios a corto plazo por parte del Estado, por ejemplo, reduciendo la cuenta por concepto de intereses de la deuda durante el período del pronóstico publicado. En vista del carácter largoplacista de muchos de los instrumentos usados en el mercado de deuda, y de la importancia de mantener la buena reputación del emisor, es preferible centrarse en los objetivos a largo plazo, en lugar de tratar de obtener beneficios a corto plazo.

1328. El Estado, al tomar en cuenta el riesgo, no aplica una estrategia exclusivamente orientada a minimizar los costos sino que procura garantizar su solidez frente a una gran diversidad de resultados económicos. Para ello deben considerarse, principalmente, los efectos de la emisión sobre la cartera de deuda pública. En general, el Estado será incapaz de predecir cuáles gilts resultarán más baratos pues rara vez contará con mejor información que el mercado sobre la evolución futura de las variables macroeconómicas fundamentales. De hecho, el mercado tasará toda información pertinente en la curva de rentabilidad de los gilts. Por consiguiente, parecería inútil que el Estado procure sistemáticamente aventajar al mercado tratando de prever una evolución económica que difiera de la enmarcada en las expectativas del mercado. Por lo tanto, para el Estado es preferible seleccionar una cartera que lo proteja de la mayor cantidad posible de perturbaciones económicas.

1329. En lo que se refiere a la aplicación operativa del nuevo objetivo de gestión de la deuda, la revisión de 1995 anunció el abandono de una política de gestión sumamente discrecional. En la revisión se rechazó la tesis de que la discreción era beneficiosa para el Estado en el sentido de que éste podía vender títulos de deuda apropiados a precios ventajosos. Se estimó que, bajo estas condiciones, el Estado pagaría una prima innecesaria pues estaría sistemáticamente tratando de aventajar al mercado y no existiría certidumbre ni transparencia con respecto a la orientación de la política de emisión. Por consiguiente, el análisis propugnó la adopción de una política que promueva la creación de un mercado más eficiente, líquido y transparente. Se recomendó la adopción de una política de publicación de comunicados anuales para estipular por adelantado el tipo y plazo de vencimiento de los gilts emitidos, el calendario de subasta previamente anunciado y la adopción de un sistema de ventas de gilts basado más en subastas que en ventas por ventanilla.

Marco institucional para la gestión de la deuda

1330. El 6 de mayo de 1997, el Ministro de Hacienda anunció que otorgaría el control operativo de la política de tasas de interés al Banco de Inglaterra. Entre otras reformas, se anunció también que el Tesoro se haría cargo de la gestión operativa de la deuda y de la caja. Tras un proceso de consultas celebrado en julio de 1997, los ministros del Tesoro anunciaron la creación de un nuevo órgano ejecutivo, la DMO del Reino Unido (United Kingdom Debt Management Office – DMO), que se haría cargo de las operaciones del Estado en el mercado de deuda y el efectivo. La DMO inició oficialmente sus operaciones el 1 de abril de 1998, y a partir de esa fecha asumió las funciones de gestión de la deuda, que estaban a cargo del Banco de Inglaterra. El 3 de abril de 2000 la DMO asumió plenamente las funciones de gestión de caja.

1331. Hasta abril de 1998, el Banco de Inglaterra hacía las veces de agente del Estado en el mercado de deuda y efectivo. El traspaso de esas funciones al Tesoro contribuyó a mitigar la opinión de que la información privilegiada sobre la futura evolución de las tasas de interés podría beneficiar al Estado en sus operaciones de gestión de deuda y caja, y eliminó un posible conflicto de intereses —o la percepción de un conflicto— entre los objetivos de las operaciones de gestión de la deuda y la política monetaria del gobierno. Esta separación de funciones permite establecer objetivos claros e independientes para la política monetaria, la gestión de la deuda y la gestión de caja, reduciendo de este modo la incertidumbre en el mercado y, con ello, las tasas de interés del financiamiento. El Comité de política monetaria del Banco de Inglaterra (Monetary Policy Committee) está facultado para plantear cuestiones relativas a las consecuencias de la gestión de la deuda para la política monetaria ante el representante del Tesoro en las reuniones del Comité.

1332. La relación de la DMO con el Tesoro, como en el caso de los demás organismos ejecutivos, está descrita en un documento marco¹¹². De acuerdo con la estructura básica de la gestión de la deuda, los ministros del Tesoro, asesorados por funcionarios del equipo de gestión de deudas y reservas, fijarán el marco de política dentro del cual la DMO adoptará sus decisiones en materia operativa, ciñéndose a lo establecido en el comunicado anual preparado por los ministros del Tesoro. Entre los objetivos operacionales de la DMO figura el de asesorar al Tesoro con respecto al marco de política más apropiado, si bien las decisiones estratégicas son adoptadas por los respectivos ministros. El Banco de Inglaterra actúa como agente de la DMO para la liquidación de gilts y está a cargo de su registro.

¹¹²Todos los objetivos, funciones y obligaciones de rendir cuentas de la DMO se describen en detalle en la versión actualizada de su documento marco (*Framework Document*, julio de 2001). También pueden consultarse otros documentos pertinentes en el sitio de la DMO en Internet (www.dmo.gov.uk).

Marco jurídico para la obtención de préstamos

1333. La política general sobre gestión de la deuda está estipulada en el Código de estabilidad fiscal, que tiene efecto legal en virtud de la sección 155 de la Ley de hacienda de 1998. En el párrafo 12 del Código se señala lo siguiente:

“El principal objetivo de la política de gestión de la deuda será el de minimizar —en el largo plazo— los costos de satisfacer las necesidades de financiamiento del sector público; sin dejar de:

- tener en cuenta el riesgo, y
- velar por que esta política no riña con la política monetaria.”

1334. Todas las operaciones de crédito del gobierno central se producen a través del Tesoro (incluida la DMO) o National Savings, si bien el Banco de Inglaterra actúa como agente para la obtención de préstamos en moneda extranjera para las reservas oficiales. National Savings debe suministrar instrumentos de ahorro personal al público (principalmente a pequeños inversionistas).

1335. El Tesoro cuenta con amplia discrecionalidad en cuanto a la manera de recaudar fondos mediante endeudamiento, lo cual hace a través de dos fondos legales: el fondo nacional de préstamos y la cuenta para la gestión de la deuda. Su autoridad para obtener financiamiento del fondo nacional de préstamos está contemplada principalmente en la sección 12 de la Ley nacional de préstamos de 1968 que, posteriormente en 1998, fue enmendada con el fin de establecer la cuenta para la gestión de la deuda. En virtud de esto, el Tesoro puede recaudar los fondos que estime necesarios para fomentar el establecimiento de un marco monetario sólido en el Reino Unido, y estos fondos pueden obtenerse en los términos y condiciones que al Tesoro le parezca más apropiados. En la sección 12 (3) de la misma ley se establece claramente que la facultad del Tesoro para movilizar financiamiento incluye la recaudación de fondos dentro y fuera del Reino Unido, y que estos fondos pueden estar denominados en otras monedas. No existen límites para el monto de los préstamos que el Tesoro puede obtener en el extranjero. La facultad del Tesoro para obtener préstamos de la cuenta de gestión de la deuda está contemplada en el párrafo 4 del anexo 5A de la Ley nacional de préstamos de 1968, y este párrafo, como la sección 12 de la Ley, otorga al Tesoro amplia discrecionalidad sobre la manera de movilizar los fondos. En el párrafo 4 (3), cuyo contenido es similar al de la sección 12 (3), se estipula que la autoridad conferida al Tesoro en virtud del párrafo 4 para movilizar fondos incluye también la facultad de movilizar fondos dentro o fuera del Reino Unido, y que estos fondos pueden estar denominados en otras monedas. En el anexo 5 de la Ley tampoco se contemplan límites para el monto de los préstamos que el Tesoro puede obtener en el exterior.

1336. En la práctica, las operaciones de endeudamiento del Tesoro son sumamente diversas y abarcan desde la emisión de títulos a largo plazo (gilts) hasta la emisión de letras del Tesoro a corto plazo (con un plazo máximo de 12 meses) de conformidad con la Ley 1877 sobre letras del Tesoro.

Estructura orgánica de la DMO¹¹³

1337. El Ministro de Hacienda, con el asesoramiento de los funcionarios del Tesoro, determina el marco financiero y de política para el funcionamiento de la DMO y delega en su director las decisiones operativas sobre gestión de la deuda y gestión de caja, así como los aspectos cotidianos de la gestión. El director es designado por el Tesoro y debe rendir cuentas al Secretario permanente (sobre el gasto y otras cuestiones afines), a los ministros del Tesoro (sobre cuestiones de política) y al Parlamento (en la presentación oficial de las cuentas). En particular, debe rendir cuentas a los ministros del Tesoro por el funcionamiento global del organismo y la elaboración del comunicado anual (que podría incluir un elemento confidencial adicional al comunicado que se publica). Estas funciones deberán llevarse a cabo de la manera que, en su opinión, sea menos costosa en el largo plazo para el Ministerio de Hacienda, a condición de que sea compatible con otros aspectos de la política.

1338. La DMO cuenta con unos 55 empleados, que están distribuidos en ocho unidades operativas (véase el organigrama funcional adjunto) y tiene una estructura de gestión empresarial para asistir al director en el desempeño de sus funciones. Esto incluye un comité consultivo de alto nivel, que asesora al comité directivo, principal órgano de adopción de decisiones de la DMO. A su vez, el comité directivo cuenta con el respaldo de un comité de crédito y riesgo y grupos de formulación de estrategias en cada una de las áreas operativas fundamentales (deuda, efectivo, inversiones). En el comité consultivo se desempeñan actualmente dos directores externos no ejecutivos, que también son miembros del Comité de auditoría de la DMO, y un funcionario del Tesoro. Sin embargo, este órgano tiene carácter informal y sus actas no se publican.

1339. La DMO es una dependencia del Tesoro que se financia como parte de ésta, y funciona en el marco de ciertos mecanismos que permiten controlar sus costos administrativos. La DMO está sujeta a una función de auditoría interna mediante la cual se pasa revista a los sistemas de control interno, incluidos los controles financieros, y a las auditorías externas de la Oficina de auditoría nacional. El director está a cargo de las cuentas administrativas de la DMO y de la cuenta para la gestión de la deuda a través de la cual se hacen todas sus transacciones de mercado.

1340. El director de la DMO se encarga de fijar las políticas de personal del organismo y de la administración del personal. La DMO ha delegado autoridad en materia de pagos,

¹¹³La información que sigue corresponde a las condiciones imperantes al 30 de junio de 2002. Sin embargo, a partir del 1 de julio de 2002, la DMO incorporó dos nuevas unidades operacionales: la Comisión de préstamos para obras públicas y la Comisión para la reducción de la deuda nacional. Esto produjo un incremento del personal de la DMO a cerca de 80 empleados. Con anterioridad al 1 de julio de 2002, las funciones de las dos nuevas unidades habían sido desempeñadas por otro departamento gubernamental, la Oficina nacional de inversiones y préstamos, que dejó de existir y cuyo personal fue transferido a ellas.

negociación de sueldos y capacitación, y en la fijación de los términos y condiciones para la contratación, el mantenimiento y la motivación del personal. No obstante, las políticas de personal deben ser coherentes con la política general de pago para el sector público y las normas de gestión de la administración pública. En junio de 2000 la DMO fue acreditada como *Inversionistas en la gente*.

1341. Uno de los aspectos importantes que deben considerar los encargados de la gestión de la deuda es la necesidad de controlar el riesgo operativo, que puede entrañar fuertes pérdidas para el Estado y empañar la reputación de los administradores de deuda. La DMO ha creado un marco de gestión empresarial destinado a lograr un seguimiento adecuado del riesgo y ha elaborado prácticas de control para reducir el riesgo operativo (véase la estructura funcional de la DMO). En el informe sobre control interno publicado en el informe anual de la DMO 2001-02, que está disponible en el sitio de la DMO en Internet) se describe el enfoque aplicado por la DMO para la gestión de sus riesgos operativos. Se ha establecido una unidad de gestión del riesgo que funciona como parte de la DMO. También se está elaborando un plan para la continuidad de las operaciones en colaboración con los principales agentes del mercado a fin de mitigar el impacto de las perturbaciones graves sobre la infraestructura del mercado. La eficacia de la gestión del riesgo y los controles internos de la DMO son objeto de revisiones periódicas por parte de su comité de auditoría, que es presidido por un director externo no ejecutivo.

B. La estrategia de gestión de la deuda y el marco para la gestión del riesgo

La coordinación de la gestión de la deuda con las políticas fiscal y monetaria

1342. La separación entre las funciones de gestión de la deuda y las de política monetaria fue una de las reformas en el funcionamiento de la política monetaria anunciadas el 6 de mayo de 1997. No obstante, sigue habiendo vínculos entre el objetivo de la política de gestión de la deuda y la política monetaria. Esto garantiza que la labor de la DMO o el Tesoro no perjudicará las funciones de política monetaria del Banco de Inglaterra (por ejemplo, mediante la “impresión de moneda” para satisfacer necesidades de efectivo, o la interferencia de las operaciones de la DMO en el mercado de efectivo sobre las operaciones del Banco en el mercado de dinero)¹¹⁴. Esta limitación en materia de gestión de la deuda es reflejo de los cambios institucionales adoptados en 1997. Sin embargo, en el análisis de la gestión de la deuda de 1995 se observó que la gestión de la deuda no constituía ya un factor importante para el cumplimiento de los objetivos de política monetaria¹¹⁵.

¹¹⁴En la guía de la DMO (DMO Handbook: Exchequer Cash Management in the United Kingdom,) febrero de 2002 se describe en detalle la relación que existe entre la gestión de caja y la política monetaria del Reino Unido. Este documento se encuentra disponible en el sitio de la DMO en Internet.

¹¹⁵Se hace un análisis más detallado de este tema en “*Government Debt Structure and Monetary Conditions*”, K. Alec Chrystal (a cargo de la edición), Banco de Inglaterra, 1999.

1343. La credibilidad de la política fiscal del Reino Unido descansa en el marco fiscal¹¹⁶ introducido en 1997 como parte de las reformas macroeconómicas adoptadas por el actual gobierno. Además, en el Código de estabilidad fiscal (1998) se enuncian los principios que orientan la formulación e implementación de la política fiscal. Se está realizando una labor vinculada con la relación existente entre la gestión de la deuda y la política fiscal. Dentro de poco, el Tesoro comenzará a analizar los vínculos que existen entre la política fiscal y la cartera de deuda. Esta labor incluye la creación de un amplio sistema de seguimiento del riesgo relativo a la gestión de activos y pasivos a fin de facilitar la cuantificación de los riesgos que afronta el gobierno central en cuanto al balance general. Una versión preliminar de este sistema se dio a conocer en el informe sobre la gestión de la deuda y las reservas de 2002–03 que servirá como base para el documento titulado “Whole of Government Accounts” a publicarse en 2005–06. En la actualidad se publican datos anuales sobre otros riesgos relacionados con los pasivos contingentes del gobierno central en los estados complementarios que se adjuntan a la publicación de las cuentas del fondo consolidado y el fondo nacional de préstamos. También se encuentra disponible una lista de los pasivos contingentes y sus valores máximos. Se perfeccionará, además, la cuantificación y evaluación de los riesgos que dan origen a estos pasivos.

Marco para la gestión del riesgo

1344. Como se señaló anteriormente, en el informe sobre el análisis de la gestión de la deuda de 1995 (posteriormente actualizado) se señaló que el principal objetivo de la política de gestión de la deuda del Reino Unido era el de “...minimizar, a largo plazo, el costo de cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno, tomando en cuenta los riesgos y, al mismo tiempo, garantizando que la gestión de la deuda sea compatible con los objetivos de la política monetaria”. Este objetivo ha sido reafirmado en los informes posteriores sobre gestión de la deuda, que se publican anualmente conjuntamente con los documentos sobre el presupuesto. En lo que respecta a los costos, entre los principales elementos se incluyen los costos nominales y los costos relativos a los flujos de caja incurridos mediante la obtención de préstamos, los gastos en intereses reales, los costos acumulados y los relativos al valor neto actualizado que incluyen fluctuaciones en los costos del capital al momento del rescate, y el costo de emisión, que en el caso de los emisores soberanos es relativamente pequeño.

1345. Estos costos crean diversos riesgos para el balance del gobierno, que son más difíciles de abordar que los del sector privado pues, en general, los pasivos financieros del sector público no coinciden con sus activos financieros. Por consiguiente, los riesgos deben situarse en el contexto del balance general. Estos riesgos son:

¹¹⁶Se hace un análisis detallado del marco fiscal en el documento del Tesoro “*Analysing U.K. Fiscal Policy*”, 1999. En el documento del Tesoro “*Reforming Britain’s Economic and Financial Policy-Toward Greater Economic Stability*”, 2001, se hace un completo análisis de la reciente evolución de la política macroeconómica y financiera.

- *Riesgo de incumplimiento*: el riesgo de que el Estado no pueda cumplir sus compromisos en materia de flujos nominales de caja por concepto de pago de intereses y rescates.
- *Riesgo de refinanciamiento*: el riesgo de que el Estado no pueda refinanciar los préstamos que vencen mediante la obtención de nuevos préstamos (o el riesgo de que el costo del financiamiento sea elevado).
- *Riesgo de flujo de caja*: el riesgo de que las perturbaciones en las tasas de interés causen grandes fluctuaciones en los intereses de la deuda.
- *Riesgo de revaloración a precios de mercado o riesgo de financiamiento ex post*: el riesgo de que el Estado se equivoque en su selección del instrumento de endeudamiento y quede en situación de desventaja debido a perturbaciones de la tasa de interés nominal y real.

1346. Dada la longevidad del balance del sector público y los largos vencimientos de los préstamos que puede obtener, estos costos y riesgos deben compensarse en un plazo relativamente largo. Una cartera de deuda óptima, integrada por diferentes tipos de títulos y vencimientos, dependerá principalmente del tipo de riesgo que las autoridades fiscales procuran controlar y de sus preferencias con respecto a los costos que conlleva la estrategia de reducción del riesgo. La atención podría centrarse únicamente en las variaciones del costo del servicio de la deuda (administración del efectivo/costo en riesgo) o en el gasto público en su conjunto (administración de los ingresos y egresos tributarios). Si se considera esto último, también debe considerarse la relación entre las diferentes variables económicas y su efecto sobre el déficit anual del sector público (por ejemplo, en los ingresos del sector público y en la rentabilidad de sus activos).

Estrategia de gestión de la deuda

1347. El Tesoro, en colaboración con la DMO, determina la estructura de las nuevas emisiones para el año siguiente tomando en cuenta las necesidades y consideraciones financieras impuestas por los distintos costos y riesgos. Esta estructura contable se describe en el informe anual sobre la gestión de la deuda y las reservas y se expresa en función del porcentaje de las emisiones de cada tipo de gilt y del financiamiento global que debe movilizarse mediante la emisión de letras del Tesoro. La DMO, en consulta con el Tesoro y los participantes del mercado, adopta otras decisiones con respecto a los instrumentos y plazos de emisión específicos durante el año, a tono con los objetivos globales. Las variaciones considerables de los pronósticos sobre las finanzas públicas podrían dar lugar a una revisión del comunicado anual. El informe previo al presupuesto que presenta el Ministro de Hacienda (generalmente en noviembre) ofrece una oportunidad para modificar esta estructura si ello es necesario debido a un cambio de los pronósticos económicos del Tesoro.

1348. En la actualidad, la política del Reino Unido consiste en emitir deuda mediante diversos instrumentos. La duración modificada media de la cartera de gilts (que a fines de diciembre de 2001 era de 7,83 años) es mayor que en la mayoría de los demás países de la OCDE. Esto se debe, en parte, al interés que existe por reducir al mínimo los riesgos de

refinanciamiento y flujo de caja implícitos en los elevados coeficientes deuda/PIB registrados en el período de la posguerra. También evita que el financiamiento oficial produzca un efecto importante sobre las condiciones de liquidez para la política monetaria y, recientemente, ha sido una reacción frente a la fuerte demanda institucional de valores a largo plazo por parte de los fondos de pensiones del Reino Unido. Esto, en conjunción con un perfil de amortización relativamente llano, contribuye a dar certeza a las proyecciones de los costos del futuro servicio de la deuda. La larga duración de la cartera también limitará el efecto de las perturbaciones negativas de la oferta sobre la situación fiscal del sector público.

1349. A fines de diciembre de 2001, el 24,6% de la cartera de deuda negociable consistía en gilts indexados y letras del Tesoro. De producirse una perturbación de la demanda, esta proporción deberá permitir que el cambio de los costos del servicio de la deuda relacionados con esta parte de la deuda nacional mitiguen la consiguiente reorientación del saldo del presupuesto. Además, los gilts indexados ofrecen cierta protección frente a las perturbaciones “nominales”. Los gobiernos del Reino Unido no han usado deuda denominada en moneda extranjera para financiar las necesidades de endeudamiento interno en tiempos de paz, lo cual refleja la convicción de que el riesgo que representa la moneda extranjera para el balance no era ni aceptable ni eficaz en función del costo.

1350. La emisión de deuda denominada en moneda extranjera en el Reino Unido en los últimos años se ha utilizado para aumentar las reservas de divisas, más que por motivos de financiamiento interno. La emisión de pasivos en la moneda en que el Reino Unido deseaba mantener sus activos en moneda extranjera ha servido como cobertura frente a los riesgos cambiarios. Sin embargo, gracias al desarrollo del mercado de *swaps*, la moneda en que se emiten los instrumentos de deuda no tiene que ser necesariamente la misma moneda en que se mantienen los activos. La rentabilidad del dinero es el principal factor a considerar al decidir si las reservas en divisas se financiarán mediante la emisión de instrumentos de deuda denominados en libras esterlinas canjeados por moneda extranjera o mediante la emisión de instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera, y la comparación se hace en base al *swap*.

1351. El gobierno está realizando una labor adicional de gestión del riesgo en la cartera de deuda al determinar la flexibilidad de los costos y la capacidad de suavización de las entradas de impuestos de las distintas estructuras de deuda frente a una diversidad de condiciones y perturbaciones económicas. Esto deberá facilitar la cuantificación de una cartera de deuda más óptima para evaluar la estrategia de emisión y los resultados a largo plazo.

1352. En el informe del comité restringido del Tesoro sobre gestión de la deuda y gestión de caja¹¹⁷ se recomienda que el Tesoro “considere la posibilidad de adoptar un sistema de

¹¹⁷El documento “Government’s Cash and Debt Management” (HC 154) fue publicado el 22 de mayo de 2000. El documento ofrece amplia orientación con respecto a los mecanismos oficiales de gestión de caja y gestión de la deuda y un registro de las pruebas testimoniales provistas por funcionarios y especialistas.

parámetros de referencia para la gestión de la deuda ... [que] ... ayude a generar y a publicar una evaluación precisa de los costos y riesgos para la DMO". El gobierno, en respuesta a esta recomendación, reconoció que sería beneficiosa una mayor transparencia en la evaluación de los resultados si esto pudiera lograrse sin comprometer los demás objetivos estratégicos de la gestión de la deuda, pero formuló algunas reservas sobre la medida en que esto sería posible. Las metas de la DMO no se han traducido en un objetivo cuantitativo global, ni en un conjunto de parámetros de referencia, por cuatro razones:

- La minimización de los costos por pago de intereses de la deuda durante un período corto puede promover un comportamiento oportunista que podría perjudicar el objetivo a largo plazo. (Un enfoque no oportunista para la gestión de la deuda reduce la prima por riesgo a largo plazo implícita en los rendimientos de los gilts).
- No está clara cuál es la decisión que debe tomar el Ministerio de Hacienda en cuanto a los riesgos de tasas de interés que puede correr su cartera de pasivos (puesto que no se hace coincidir con una cartera de activos financieros).
- Los parámetros de referencia no son independientes de las medidas propias adoptadas por la DMO, que tiene el monopolio sobre el suministro de bonos públicos del Reino Unido, de modo que en cierta medida podrían verse afectados por las decisiones de la DMO.
- La DMO y el Tesoro no quieren crear la impresión de que adoptan posturas a corto plazo en lo relativo a la evolución de las tasas de interés, a fin de mantener una separación entre las decisiones sobre política monetaria y la gestión de la deuda y la gestión de caja.

1353. La DMO, en su labor de gestión de la cartera de deuda, no trata de sacar partido de las expectativas que existen en cuanto a la evolución de las tasas de interés y los tipos de cambio que puedan diferir de los precios implícitos de mercado. Esto podría generar pérdidas financieras y enviar señales adversas a los mercados, además de contraponerse a las políticas monetarias y/o fiscales. También incrementaría la incertidumbre del mercado.

1354. No obstante, la estructura financiera acordada anualmente con el Tesoro tiene un objetivo implícito de duración de la cartera en el sentido de que establece parámetros claramente delineados para las operaciones de la DMO.

Desarrollo de un mercado de bonos públicos

1355. Desde el análisis general de la gestión de la deuda en 1995, las técnicas de emisión han sido objeto de numerosos avances, se han perfeccionado y ampliado los instrumentos de deuda, y los mercados de deuda han registrado numerosos cambios estructurales. Las reformas han tenido como objetivo global ayudar a reducir el costo del financiamiento público en el largo plazo, en respuesta a los factores endógenos y exógenos que han afectado el mercado de deuda del Reino Unido durante este período. En los últimos años estos factores han incluido los superávit presupuestarios, el rápido crecimiento del sector de bonos empresariales, los cambios institucionales (en particular, los relacionados con los fondos de

pensiones), y un aumento progresivo de los avances tecnológicos y de otro tipo, que han producido un mejoramiento de los sistemas, las estructuras de mercado y los instrumentos de deuda en todo el mundo.

1356. Este proceso de reforma ha sido continuado por la DMO, cuyos objetivos manifiestos incluyen el de “conducir sus operaciones de mercado —en estrecha colaboración, cuando haga falta, con los organismos reguladores y otras entidades— con vistas a mantener mercados ordenados y eficientes y promover un mercado de gilts líquido”. Todas las reformas del mercado se han adoptado en el marco de un amplio proceso de consultas con los participantes en el mercado y con otras partes interesadas a fin de generar un respaldo generalizado y propiciar la previsibilidad.

Transparencia de la emisión

1357. Si bien es difícil cuantificar sus beneficios, la transparencia y previsibilidad deberán reducir el costo que entraña la incertidumbre del mercado para el sector público (la “prima por incertidumbre de la oferta”). La previsibilidad deberá permitir también que los inversionistas planifiquen e inviertan más eficientemente (al saber cuando se producirá la oferta y con qué gama de vencimientos), reduciendo así la prima por riesgo de liquidez, sobre todo en el Reino Unido, donde la deuda pública constituye una parte relativamente importante de la deuda de renta fija y el comercio oportunista por parte del Estado ejercería una influencia considerable sobre el mercado.

1358. Los programas oficiales de endeudamiento para el ejercicio siguiente se anuncian antes del comienzo del ejercicio en el informe sobre la gestión de la deuda y las reservas que el Tesoro publica junto con el presupuesto, generalmente en marzo¹¹⁸. En el informe se describen en detalle las necesidades financieras, las ventas de gilts previstas, su desglose por vencimientos y tipo de instrumento y el calendario de subastas de gilts para el año siguiente, además de las ventas de instrumentos a corto plazo proyectadas, incluidas las de letras del Tesoro (véase la explicación más adelante). La DMO publica también un calendario de subastas al final de cada trimestre, en el que se confirman las fechas de las subastas durante el próximo trimestre y se indica qué valores serán emitidos y en qué fecha. Generalmente, ocho días antes de una subasta se anuncia el monto de los valores que serán subastados (y, si son valores nuevos, el cupón). En ese momento, los valores se cotizan en la Bolsa de Valores de Londres y se inicia la compraventa basada en la fecha de emisión de los valores. (Estas son las transacciones a futuro de los valores que se venderán en la subasta. Las transacciones basadas en la fecha de emisión se liquidan en la fecha de liquidación de la subasta, y este proceso facilita la divulgación de información sobre los precios durante el período previo a la subasta.)

¹¹⁸El informe sobre la gestión de la deuda se publicó por primera vez en 1995–96. Su nombre se cambió por el de “Informe sobre la gestión de la deuda y las reservas” en 2001–02, cuando incluyó por primera vez una descripción del marco para la gestión de las reservas oficiales de divisas.

1359. Durante la formulación de estos planes se consulta a los agentes creadores de mercado (véase la explicación más adelante) y a los inversionistas finales (estas consultas se hacen también trimestralmente, con anterioridad al anuncio de los valores que la DMO subastará en el siguiente trimestre).

1360. En la actualidad, la emisión de gilts se hace enteramente mediante subasta (a menos que existan circunstancias extraordinarias). La DMO se reserva la facultad de recomprar o emitir volúmenes más pequeños de gilts (mediante ventas por ventanilla) con poco tiempo de antelación exclusivamente por motivos de gestión del mercado. Las recompras pueden efectuarse bilateralmente o mediante una subasta inversa. Además, la DMO lleva a cabo diversas operaciones de gestión del mercado, que son esencialmente neutrales en lo que respecta al financiamiento del sector público e incluyen conversión o arbitraje entre determinados valores y operaciones de recompra (repos). En el marco de una recompra de gilts una de las partes vende gilts a la contrapartida con un acuerdo de recomprar títulos equivalentes a un precio y en una fecha acordados. En junio de 2000, la DMO introdujo un servicio permanente no discrecional de recompra en virtud del cual puede crear, previa solicitud, un gilt de operaciones de recompra con el fin de remediar perturbaciones en el mercado de repos de gilts (véase la explicación más adelante). Una coordinación estrecha con los participantes en el mercado y los requisitos convenidos en materia de anunciación y publicación permiten incrementar la transparencia de las operaciones¹¹⁹.

Operaciones e instrumentos de cartera

1361. El mercado de valores del Reino Unido cuenta con una amplia gama de instrumentos de deuda, incluidas letras del Tesoro, gilts convencionales, gilts con fecha de vencimiento doble, gilts sin fecha de vencimiento, gilts vinculados con un índice y STRIPS¹²⁰. En los siguientes cuadros se indican la distribución de la cartera y los principales tenedores de valores.

Letras del Tesoro

1362. El 3 de abril de 2000 la DMO asumió toda la responsabilidad por la gestión de caja del Ministerio de Hacienda¹²¹. El traspaso de esta función a la DMO debió aplazarse (se

¹¹⁹El sitio de la DMO en Internet contiene información detallada sobre estos instrumentos y operaciones en las secciones Gilt Operational Notice y Cash Operational Notice.

¹²⁰El sitio de la DMO en Internet contiene información detallada sobre estos instrumentos y operaciones en las secciones Gilt Operational Notice y Cash Operational Notice.

¹²¹En la guía de la DMO (DMO Handbook: Exchequer Cash Management in the United Kingdom), febrero de 2002, se describen en detalle las operaciones de gestión de caja. Este documento se encuentra disponible en el sitio de la DMO en Internet.

había previsto hacerlo en octubre de 1998, la fecha más temprana posible) debido a la existencia de problemas técnicos, de recursos y administrativos (incluidos los problemas informáticos del año 2000).

La cartera de deuda al 31 de diciembre de 2001

Composición del saldo de la deuda	Estadísticas resumidas sobre la cartera de gilts
	Valor nominal de la cartera de gilts (incluido el aumento de la inflación) £274.920 millones
	Valor de mercado de la cartera de gilts £302.760 millones
	Rentabilidad de mercado (promedio ponderado):
	• Gilts convencionales 4,90%
	• Gilts indexados 2,44%
	Vencimiento medio de la cartera 11,28 años
	Duración media modificada de la cartera 7,83 años
	Convexidad media de la cartera 115,35
	Monto pendiente medio de los 20 mayores gilts £9.800 millones

Fuente: DMO Quarterly Review (octubre–diciembre de 2001).

Distribución de las tenencias de gilts al 31 de diciembre de 2001
(Valores de mercado)

	31 de dic. de 2001 Miles de millones de £	Porcentaje
Compañías de seguros y fondos de pensiones	183,7	63
Bancos y sociedades hipotecarias	3,1	1
Otras instituciones financieras	29,6	10
Hogares	18,8	6
Tenencias del sector público 1/	4,4	2
Sector externo	53,4	18
Total	292,9	100

Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas.

1/ Autoridades locales, sociedades públicas e instituciones filantrópicas. Deducidas las tenencias del gobierno central.

1363. El principal objetivo estratégico de la labor de gestión de caja de la DMO es el de “contrarrestar, a través de sus operaciones de mercado, las entradas y salidas previstas de efectivo del fondo nacional de préstamos¹²², todos los días hábiles, de manera eficaz en función de los costos, tomando debidamente en cuenta la gestión del riesgo de crédito¹²³. Un aspecto importante de la estrategia de la DMO es el de evitar que sus operaciones distorsionen el mercado o la trayectoria de las operaciones y, por consiguiente, cuando efectúa transacciones bilaterales en el mercado actúa como agente económico sin influencia en el precio. Además, debe tomar en cuenta las necesidades operativas del Banco de Inglaterra para cumplir sus objetivos de política monetaria.

1364. Los objetivos en materia de gestión de caja de la DMO se instrumentan, principalmente, mediante la subasta semanal de letras del Tesoro que se realiza con base en subastas públicas, operaciones bilaterales con sus contrapartes y transacciones de repos o de reporto pasivo.

1365. En la actualidad las subastas de letras del Tesoro tienen lugar el último día hábil de la semana y se liquidan el día hábil siguiente. Tras la última subasta al cierre del trimestre civil, la DMO publica una notificación en que se indican en términos generales los plazos de vencimientos de las letras del Tesoro disponibles cada semana del siguiente trimestre. El número exacto de letras en oferta y los vencimientos de las letras ofrecidas cada semana se anuncian una semana antes de la subasta correspondiente.

1366. La DMO, a fin de facilitar un incremento considerable de las letras del Tesoro, modificó los mecanismos para su distribución mediante subasta a partir del 5 de octubre de 2001. Como parte de estas reformas, la DMO preparó una lista de los operadores primarios del mercado de letras del Tesoro. Esta incluye bancos o instituciones financieras que han convenido en presentar ofertas en las subastas de letras del Tesoro a nombre de terceros, sujetas a su debida diligencia y a sus propios controles. Estos operadores proveerán a sus clientes, previa solicitud, niveles secundarios para la transacción de letras del Tesoro. Las contrapartes de la DMO en la gestión de caja, así como un número limitado de participantes del mercado al por mayor que han establecido una relación de subastas telefónicas con la DMO también pueden presentar ofertas directamente en las subastas de letras del Tesoro.

¹²²El Fondo nacional de préstamos es la cuenta usada para consolidar todas las operaciones de préstamo y endeudamiento del sector público.

¹²³El objetivo estratégico de la gestión de caja se describe en el comunicado “Exchequer Cash Management Remit”, publicado en el documento de la Tesorería “Debt & Reserve Management Report 2002–03” (marzo de 2002).

1367. La DMO publica los resultados de las subastas a través de los servicios informativos. Además, anuncia los montos ofrecidos para cada vencimiento en la siguiente subasta, junto con una sinopsis de las subastas especiales programadas para la próxima semana.

1368. La DMO podría emitir también letras del Tesoro con vencimientos más cortos (de hasta 28 días) en las subastas especiales. Las ofertas especiales tienen como finalidad dar mayor flexibilidad a la DMO para nivelar los flujos de caja del Ministerio de Hacienda, lo cual podría no ser posible mediante el programa ordinario de subastas.

Gilts

1369. Los gilts corrientes, el tipo de bono público más simple, constitúan el 70,3% de la cartera de deuda al cierre de diciembre de 2001. Todavía se están emitiendo ocho gilts sin fecha, que comprenden alrededor del 1% de la cartera. Su rescate está sujeto al arbitrio oficial, pero en vista de su antigüedad todos ellos tienen un escaso número de cupones y en la actualidad existen pocos incentivos para su rescate por parte del Estado. El último gilt de tasa variable [cuyo cupón se fijó en referencia al LIBID a tres meses (tasa interbancaria de subasta de Londres)] fue rescatado a su vencimiento en julio de 2001. A fin de evitar las fluctuaciones periódicas de precios relacionadas con las fechas de pago de los cupones, actualmente se cotiza el precio de los gilts “en limpio”, es decir, no se incluyen los intereses devengados, si bien el precio “sucio” (que incluye los intereses devengados) se usa para las ofertas de conversión (véase la explicación más adelante).

1370. El Reino Unido fue uno de los primeros países que introdujo los bonos indexados. La primera emisión tuvo lugar en 1981. Actualmente estos bonos representan aproximadamente el 25% de la cartera de títulos públicos.

Valores desmantelados (Gilt STRIPS)¹²⁴

1371. El mercado de STRIPS del Reino Unido inició sus operaciones el 8 de diciembre de 1997. La sigla significa “Separately Traded and Registered Interest and Principal Securities” (valores cuyos intereses y principal se negocian y registran por separado). El “stripping”, o sea, el desmantelamiento de un gilt es el desglose del mismo en distintos flujos de caja que pueden negociarse separadamente como gilts de cupón cero. No todos los gilts pueden desmantelarse (véase la explicación más adelante), aunque el DMO se ha propuesto que todos los nuevos gilts sean desmantelables. Los STRIPS se introdujeron al mercado para que los inversionistas pudieran:

¹²⁴Se presenta una descripción exhaustiva del mercado de STRIPS en la partida informativa “Issue, Stripping and Reconstitution of British Government Stock”, julio de 2000, publicada en el sitio del DMO en Internet.

- Establecer una estrecha correspondencia entre los flujos de caja de sus activos (STRIPS) y los de sus pasivos (por ejemplo, las anualidades).
- Asumir distintos tipos de riesgos de inversión.
- Emparejar los diversos productos ofrecidos en el mercado del Reino Unido con los de otros mercados importantes, como los de Estados Unidos, Japón, Alemania y Francia.

1372. Desde el punto de vista del emisor, el mercado de STRIPS puede suscitar una leve reducción de los costos de financiamiento si el mercado está dispuesto a pagar una prima por bonos “desmantelables”. Al 28 de septiembre de 2001, se estaban emitiendo 11 gilts desmantelables por un total de £115.180 millones (monto nominal). De este monto, £2.400 millones correspondían a títulos desmantelados. En todas las emisiones, las fechas de pago del cupón están alineadas. Esto significa que los cupones de diferentes bonos desmantelables son fungibles cuando se negocian como STRIPS. Sin embargo, los cupones y el principal de un STRIP que se pagan el mismo día no son fungibles; es decir, un bono específico no puede reconstituirse sustituyendo el STRIP correspondiente al principal por un STRIP correspondiente al cupón con el mismo vencimiento. Este mecanismo protege el volumen global de la emisión y, por consiguiente, mantiene la integridad de los distintos índices de referencia.

1373. Las primeras series de títulos desmantelables se emitieron con fecha 7 de junio-7 de diciembre; no obstante, en 2001 la DMO emitió dos valores corrientes con las fechas de los cupones alineadas al 7 de marzo-7 de septiembre. Estos valores serán desmantelables a partir de abril de 2002. La segunda serie de fechas de los cupones se introdujo para evitar una concentración excesiva de flujos de caja en solo dos días del año.

1374. Si bien cualquiera puede negociar o mantener STRIPS, solo un creador de mercado de valores de primerísima clase (GEMM), la DMO o el Banco de Inglaterra pueden desmantelar o reconstituir un gilt desmantelable a través del sistema informático de liquidación de valores en la bolsa de Londres (CREST). Los GEMM están obligados a crear un mercado de STRIPS.

1375. El crecimiento del mercado de STRIPS ha sido lento. Los factores que han contribuido a desacelerar el proceso han sido la necesidad de que los fiduciarios de los fondos de pensiones otorguen las facultades necesarias a los administradores de los fondos para invertir en STRIPS y la inversión de la curva de rendimientos que se ha producido desde que se crearon los STRIPS, lo cual da la impresión de que son caros en comparación con los gilts convencionales. Además, la demanda minorista de STRIPS ha sido obstaculizada por el sistema tributario que los rige, ya que se gravan anualmente las ganancias o pérdidas de capital acumuladas de los títulos aunque no se hayan efectuado pagos por concepto de rentas. Sin embargo, la capacidad de mantener STRIPS en el marco de ciertos instrumentos de ahorro exentos de impuesto reducirá los desincentivos tributarios para la inversión personal en STRIPS.

Creadores de mercado de valores de primerísima clase (GEMM)

1376. El mercado de bonos públicos del Reino Unido funciona como un sistema de operadores de bolsa primarios. A fines de diciembre de 2001 había 16 empresas reconocidas como operadores primarios (GEMM) por la DMO. Los GEMM deben ser miembros de la Bolsa de Valores de Londres y asumir varias obligaciones en materia de creación de mercado a cambio de los beneficios que reciben.

1377. En general, las obligaciones de un GEMM son las siguientes: participar activamente en el programa de emisión de gilts de la DMO; permitir un sistema de precios de compra y de venta, en caso de que se solicite, para todos los gilts no residuales (non-rump gilts) y los gilt no indexados, y proporcionar información sobre las condiciones del mercado a la DMO. El 28 de septiembre de 2001, 10 de los 16 operadores reconocidos como GEMM eran reconocidos además como creadores de mercado de valores indexados de primerísima clase, cuyas obligaciones también abarcan los gilts indexados.

1378. Las ventajas de la condición de GEMM son las siguientes: derechos exclusivos para hacer ofertas por teléfono en las subastas y emisiones de gilts, ya sea por cuenta propia o en nombre de sus clientes; acceso exclusivo a los recintos de oferta no competitiva en las subastas directas; servicios exclusivos para negociar o intercambiar valores a través de las pantallas de operaciones de la DMO; servicios exclusivos para desmantelar y reconstituir gilts; una invitación a asistir a la reunión trimestral de consultas con la DMO¹²⁵ (donde los GEMM pueden prestar asesoría para programar las subastas del trimestre siguiente y examinar otras cuestiones relativas al mercado), y acceso exclusivo a las pantallas electrónicas para los operadores intermediarios de gilt (véase la explicación más adelante). Además, la DMO solo efectúa sus transacciones con fines de gestión del mercado con los GEMM o a través de ellos.

1379. A comienzos de 2002 comenzó a exigirse a los GEMM que provean dos precios de cotización en firme a otros GEMM para un pequeño grupo de gilts de referencia. Estas cotizaciones deben hacerse de manera casi continua en cualquiera de las pantallas electrónicas oficiales para operadores intermediarios. Esta medida tiene como finalidad mejorar la liquidez en el mercado de GEMM en beneficio del mercado secundario de gilts.

¹²⁵La DMO celebra también reuniones trimestrales con representantes de los inversionistas finales. Las actas de estas reuniones se publican seguidamente en el sitio de la DMO en Internet. Además, en enero se celebran reuniones anuales con el Secretario del Tesoro para la Economía con ambos grupos en el marco de la preparación del comunicado anual, que se publica en marzo.

Operadores intermediarios de gilts

1380. A fines de diciembre de 2001 había tres operadores intermediarios especializados en el mercado de gilts, cuyos servicios están limitados a la comunidad de GEMM. Su principal objetivo es el de promover la liquidez de los mercados secundarios, creando la posibilidad de que los GEMM liquiden, anónimamente, las posiciones indeseadas en gilts que han adquirido mediante sus actividades de creación de mercado. Prácticamente todas las transacciones entre GEMM tienen lugar a través de un corredor intermediario. Los GEMM que no negocian gilts indexados no tienen acceso a las pantallas para gilts indexados.

1381. Los operadores intermediarios se registran en la Bolsa de Valores de Londres y sus operaciones están avaladas por la DMO, que supervisa periódicamente este segmento del mercado a fin de garantizar una distribución equitativa de sus servicios a los GEMM y que la estructura de creación de mercados es respaldada eficazmente por el sistema de operadores intermediarios. Además, sus operaciones están sujetas a las normas de conducta establecidas por la Bolsa de Londres. Por ejemplo, se les prohíbe asumir posiciones de capital o divulgar información sobre el mercado fuera de la comunidad de GEMM.

Mecanismos usados para la emisión de gilts

1382. Las subastas son el único instrumento usado para la emisión de gilts en el marco de las operaciones de financiamiento programadas por el sector oficial. Sin embargo, el sector oficial cuenta con la flexibilidad necesaria para emitir o recomprar gilts indexados y convencionales para fines de gestión del mercado. El uso de un calendario de subastas previamente anunciado responde a la firme decisión del gobierno en el sentido de promover la transparencia y previsibilidad en la emisión de gilts.

1383. El sector oficial utiliza dos tipos de subasta para emitir gilts:

- Los gilt convencionales se emiten mediante una subasta de precios múltiples.
- Los gilt indexados se subastan en base a un precio uniforme.

1384. Estos dos tipos de subasta se utilizan debido a las diferencias en los riesgos que los distintos valores presentan para el licitador.

1385. Se estima que los gilt convencionales presentan menos riesgos de emisión primaria. Es frecuente que se encuentren disponibles en el mercado gilts con características similares para facilitar la fijación de los precios (o, si se están emitiendo más gilts de un tipo ya en circulación habrá información disponible sobre el precio de los títulos anteriores); las posiciones asumidas en las subastas de gilts pueden cubrirse usando futuros, y el mercado secundario es relativamente líquido. Esto parece indicar que la falta de conocimiento por parte de los licitadores sobre la valoración de los gilts en oferta que haga el resto del mercado no disuade su participación. Las subasta de precios múltiples reduce además el riesgo de colusión implícita para el Estado suscitado por las subastas estratégicas.

1386. En cambio, las posiciones en gilt indexados no pueden cubrirse con la misma facilidad que las de los gilts convencionales. El mercado secundario de gilts indexados no tiene el mismo nivel de liquidez que el mercado de gilts convencionales. Estos dos factores aumentan la incertidumbre en las subastas de gilts indexados e incrementan el costo de presentar ofertas elevadas para los adjudicatarios cuando el resto del mercado presenta ofertas bajas. Por lo tanto, las subastas de precio uniforme reducen esta incertidumbre para los participantes y fomentan la participación. Además, la emisión de bonos indexados es menor que la de bonos convencionales, por lo cual podría ser más difícil fijar los precios de nuevos bonos indexados que los precios de nuevos bonos convencionales.

1387. Los GEMM cuentan también con acceso a un servicio de subasta no competitiva para ambos tipos de subasta. En una subasta de gilts convencionales pueden presentar una oferta no competitiva por un monto de hasta el 0,5% de los bonos en oferta. La proporción de bonos disponibles para cada uno de los GEMM que transan gilts indexados en una subasta de bonos indexados depende de su desempeño en las tres subastas anteriores.

1388. La DMO actúa con total discrecionalidad en la asignación de títulos a los licitadores. En casos extraordinarios, podría decidir no asignar todos los títulos en oferta, por ejemplo, cuando el nivel de cobertura de la subasta es inaceptablemente bajo en relación con el nivel predominante en el mercado. Además, la DMO podría negarse a asignar títulos a un determinado licitador si estima que ello puede crear distorsiones en el mercado. Como norma general, los adjudicatarios, ya sean GEMM o inversionistas finales, no deberán adquirir, por cuenta propia, más del 25% del monto ofrecido en la subasta (deducida la posición corta del GEMM en el mercado de títulos basados en la fecha de emisión y/o de títulos originales) en el caso de los gilt corrientes ni más del 40% en el caso de los bonos indexados.

Ventas por ventanilla

1389. La DMO solo efectuará ventas por ventanilla de gilts convencionales e indexados por motivos de gestión de mercado, en condiciones extremas de exceso temporal de demanda de un determinado valor o en un sector específico. La última venta por ventanilla tuvo lugar en 1999.

Ofertas de conversión y subastas de intercambio

1390. Además de las operaciones descritas anteriormente, ocasionalmente la DMO emitirá títulos a través de una oferta de conversión o una subasta de intercambio, en las que se ofrece a los accionistas la oportunidad de convertir o intercambiar un gilt por otro gilt a una tasa de conversión relacionada con los precios de mercado de cada bono. En ambos casos, estas operaciones tienen los siguientes objetivos principales:

- Reconstituir el volumen de nuevos gilts de referencia con más rapidez que la que permiten las subastas. Esto reviste especial importancia en los períodos de baja emisión.

- Concentrar la liquidez a lo largo de la curva de rendimiento de los gilts reduciendo el número de gilts de poco valor con número elevado de cupones y convirtiéndolos en gilts de más valor con cupones corrientes con vencimientos similares.

1391. Los bonos seleccionados para la conversión no podrán tener plazos de vencimiento inferiores a unos cinco años ni un monto pendiente nominal superior a £5.500 millones. Tampoco habrá ofertas de conversión de los bonos más baratos para entregar o que tengan una posibilidad razonable de entrar en esa categoría en el caso de los contratos de futuros (con un interés abierto pendiente).

1392. La DMO decidirá en qué condiciones de precios se realizará una oferta de conversión usando su propio modelo de curva de rendimiento para proporcionar un coeficiente de referencia para la oferta. Seguidamente, la DMO ajustará este coeficiente de la manera que estime más conveniente a fin de tomar en cuenta las características de costo de los títulos de origen y destino. Las ofertas de conversión se mantienen abiertas por un período de tres semanas a partir de la fecha del anuncio inicial del coeficiente del precio “sucio” fijo. El monto correspondiente de intereses devengados de ambos gilts se incorpora en el cálculo del coeficiente de precio “sucio” para su posterior liquidación. La conversión, por sí misma, no incluirá intercambios de efectivo.

1393. La aceptación de estas ofertas es voluntaria y los accionistas pueden mantener sus títulos, aunque probablemente perderán liquidez (es decir, se negociarán menos, lo cual podría afectar negativamente los precios) si la mayoría de los tenedores de gilts optan por convertir sus tenencias. En el caso de que el monto pendiente de un gilt sea demasiado pequeño para prever la existencia de un mercado bilateral, la DMO está preparada, si un GEMM se lo solicita, para ofrecer un precio de su preferencia por el gilt. Además, la DMO reducirá las obligaciones de creación de mercado de los GEMM en el caso de este gilt “residual” (“rump” gilt). La DMO indicaría, mediante un anuncio, si un gilt adquirió esta categoría de “residual”.

1394. Además de los objetivos fundamentales de las ofertas de conversión ya descritos, en 2000 se introdujeron las subastas de intercambios, que tienen los objetivos siguientes:

- Permitir a la DMO suavizar el perfil de rescate inmediato de gilts ofreciendo el intercambio de grandes emisiones con vencimientos a muy corto plazo por el bono de referencia ordinario a cinco años (u otros instrumentos a corto plazo).
- Facilitar el intercambio por períodos más largos para los fondos que siguen índices bursátiles cuando un determinado valor está a punto de quedar al margen de una banda importante de vencimientos, contribuyendo con ello a la estabilidad del mercado.

1395. Las subastas de intercambio solo se aplican a una parte de los títulos cuando el volumen es demasiado grande para hacerlo mediante una oferta de conversión directa. La DMO se cerciora de que el volumen de títulos originales sobrantes tras la subasta bastará

para mantener la viabilidad y liquidez del mercado. Por consiguiente, no efectuará una subasta de intercambio de gilts convencionales si ello reduce el monto en emisión a un nivel inferior a £4.500 millones (monto nominal), y las subastas solo se celebran si los respectivos títulos están situados en la misma banda de vencimientos, aunque en este caso las bandas de vencimiento se superponen (corto y ultracorto: 0-7 años; mediano: 5-15 años; largo: 14 años y más). La DMO no efectuará tampoco subastas de intercambio de bonos que originalmente son más baratos para entregar, o que tengan una posibilidad razonable de entrar en esa categoría, por uno de los contratos de futuros “activos”. Sin embargo, podría efectuar una operación de intercambio por ese tipo de bono.

1396. Las subastas de intercambio están abiertas a todos los tenedores de títulos originales, si bien los operadores que no pertenecen a la categoría GEMM tienen que hacer sus ofertas a través de un GEMM. Estas se efectúan en condiciones de competencia de los precios ofrecidos por el comprador, es decir, los bonos se asignan a los adjudicatarios a los precios que ofrecen. No se efectúan subastas no competitivas y la DMO no fija precios mínimos.

1397. En el caso de las subastas de intercambio de gilts indexados se aplican los mismos principios, con las siguientes excepciones. Primero, solo se efectuarán intercambios de gilts indexados cuando los plazos de vencimiento de ambos bonos sean superiores a 4,5 años y cuando los bonos originales no hayan sido objeto de subasta durante un período previo de seis meses. Segundo, el límite del monto (nominal) de una subasta de bonos indexados fluctúa entre £250 millones y £750 millones del valor de los bonos originales, y la DMO no celebrará subasta alguna si el monto nominal pendiente de los bonos indexados resulta inferior a £1.500 millones. Tercero, las subastas se realizan en base a un precio comprador uniforme, en virtud de lo cual todos los adjudicatarios recibirán bonos al mismo precio. Cuando las ofertas de un GEMM son superiores a este precio los bonos se asignan en el monto total ofrecido, si bien las asignaciones por ofertas hechas al precio de ejercicio podrían escalonarse. Se publican el precio común de adjudicación, la tasa de prorrataeo a este precio, el rendimiento real equivalente a ese precio (y el supuesto de inflación usado en el cálculo), y la relación proporcional entre las ofertas recibidas y el monto ofrecido (la cobertura). A fines de 2001 solo se había celebrado una subasta de intercambio de bonos indexados.

Operaciones con pacto de recompra de gilts

1398. El mercado de operaciones con pacto de recompra de gilt se creó en enero de 1996. Desde 1986 existía un mercado limitado de préstamo de títulos en que los GEMM (y las casas de descuento de títulos a corto plazo) estaban facultadas para cubrir posiciones *cortas* mediante la obtención de préstamos de títulos en el mercado y los prestamistas de títulos calificados podían otorgar préstamos. Sin embargo, la creación de un mercado totalmente abierto para las transacciones con pacto de recompra de gilts ha facilitado la obtención y el otorgamiento de gilts en préstamo para los participantes en el mercado. Esto ha incrementado la liquidez del mercado y reducido las restricciones para el financiamiento de posiciones en gilts. De acuerdo con una encuesta del Banco de Inglaterra, en noviembre de 2001 el volumen del mercado de operaciones con pacto de recompra de gilts ascendía a £130.000 millones (equivalente a la cuarta parte del mercado de dinero en libras esterlinas en ese

momento) con un monto adicional de £48.000 millones correspondiente a préstamos de títulos.

1399. En la actualidad, las operaciones con pacto de recompra de gilt representan la mayoría de las operaciones de política monetaria del Banco de Inglaterra y una parte importante de las operaciones de la DMO para la gestión de caja del Ministerio de Hacienda. Se estima que las operaciones con pacto de recompra de gilts corresponden a alrededor de la mitad de las transacciones día a día del mercado de dinero en libras esterlinas. El mercado de recompra de gilts se rige de acuerdo con las prácticas óptimas contenidas en el código de operaciones con pacto de recompra de gilt (Gilt Repo Code) que publica el comité de préstamos de títulos y operaciones con pacto de recompra (Stock Lending and Repo Committee), que es presidido por el Banco de Inglaterra (la última versión se publicó en agosto de 1998).

1400. La DMO está facultada para crear y recomprar valores específicos a los creadores de mercado, u otra contraparte de la DMO, en el marco de un servicio de recompra especial si, por ejemplo, la oferta de un valor específico es excepcionalmente baja y esto impide el funcionamiento armonioso del mercado. En junio de 2000, la DMO, como resultado de una labor previa de consulta, introdujo un servicio permanente no discrecional para operaciones de recompra con el fin de remediar las perturbaciones reales o latentes del mercado de operaciones de recompra de gilts. Todos los GEMM registrados, u otras contrapartes de la DMO, pueden solicitar la creación temporal de un título no residual (non-rump) para operaciones de recompra. La DMO cobra una tasa punitiva día a día, y los títulos devueltos se cancelan.

C. Factores recientes en la evolución de los mercados de bonos del Reino Unido

Fluctuación de los niveles de deuda

(En términos absolutos y en relación con el PIB)

	2000/01	1999/00	1998/99	1997/98
Valor de mercado de la deuda	£287.000 millones	£348.000 millones	£374.000 millones	£343.000 millones
Deuda neta/PIB (porcentaje)	31,8	36,8	40,8	43,3

1401. Como en el caso de otras monedas, en el mercado de crédito en libras esterlinas se ha observado recientemente un incremento de las emisiones privadas anuales, en un período de superávit presupuestarios en el Reino Unido. Por esta razón, la participación del sector público en el mercado global de deuda pendiente denominada en libras esterlinas se ha ido reduciendo constantemente. Ante la disminución de las necesidades de financiamiento del sector público, los gilts han adquirido una prima por escasez, especialmente en el caso de bonos con vencimientos más largos, lo que a su vez ha producido una reducción del

rendimiento. Recientemente, el Reino Unido ha gozado además de un entorno de bajos índices de inflación y bajas tasas de interés (en relación con la situación existente en los años setenta y ochenta), de modo que la necesidad de mejorar la rentabilidad ha elevado el interés de los inversionistas por asumir riesgos (de crédito).

1402. En la medida en que mejoró la situación del presupuesto público, la emisión bruta de gilts se redujo de un nivel máximo de £54.800 millones durante el ejercicio de 1993–94 a un nivel mínimo de £8.100 millones en el ejercicio de 1998–99. Sin embargo, dado que las necesidades de endeudamiento del sector público tienen carácter cíclico, resulta beneficioso mantener un nivel mínimo de emisión para conservar la infraestructura y liquidez del mercado, así como su capacidad para absorber emisiones brutas más elevadas en el futuro. En el siguiente cuadro se resumen los pronósticos oficiales sobre las necesidades netas de efectivo del gobierno central para los próximos años. Los pronósticos a mediano plazo denotan un nivel prudente de endeudamiento que corresponde a un programa de inversiones en servicios públicos totalmente coherente con las normas fiscales.

Pronósticos de las necesidades netas de efectivo del gobierno central (abril de 2002)

(Miles de millones de £)

Proyección para 2001–02	Proyección para 2002–03	Proyección para 2003–04	Proyección para 2004–05	Proyección para 2005–06	Proyección para 2006–07
3	14	18	16	21	24

1403. En vista del limitado volumen de las emisiones de gilts en los últimos años, la DMO ha adoptado diversas estrategias destinadas a concentrar la emisión de deuda en un mayor volumen de emisiones de referencia, que actualmente tienen tres plazos de vencimiento, a saber, de 5-, 10- y 30- años. Estas emisiones de mayor volumen le permiten al gobierno ganar una prima por liquidez en toda la curva de rendimiento. La DMO ha usado también subastas de conversión e intercambio (véase la explicación en párrafos anteriores) para acrecentar las emisiones de referencia.

1404. El gobierno decidió además iniciar un programa estructurado de recompra de gilts en el ejercicio de 2000–01 a fin de reforzar la emisión bruta y contribuir así a mantener la liquidez del mercado durante un período de fuerte demanda. Tras un proceso de consultas se reintrodujeron las subastas inversas durante el ejercicio de 2000–01, en tanto que la DMO compró, directamente en el mercado secundario, gilts indexados a corto plazo y gilts con fecha de vencimiento doble. Además, la DMO compra gilts con vencimiento próximo (o sea, con vencimiento residual inferior a seis meses) como parte de sus operaciones habituales destinadas a suavizar los efectos de los rescates en los flujos de caja.

1405. En general, estas operaciones han sido sumamente exitosas. La tasa de adquisición en las ofertas de conversión superó el 90%, sin incluir la que se celebró en noviembre de 1998.

Todas las subastas de intercambio se cubrieron con un margen bastante adecuado y las tres subastas de intercambio a más largo plazo han registrado tasas de financiamiento anticipado sumamente atractivas. Las tasas de los títulos recomprados por la DMO en la subasta inversa han sido equivalentes a sus rendimientos, es decir, fueron “bajas” en relación con la curva de rendimiento ajustada de la DMO.

1406. Durante el ejercicio de 2000–01 la DMO (tras realizar consultas con el Banco de Inglaterra, el Tesoro, la Radio Communications Agency, y los participantes en el mercado) adoptó mecanismos para facilitar la gestión de los ingresos generados por la subasta de licencias para la tercera generación de teléfonos móviles, que fueron muy superiores a lo previsto. Los ingresos totales, que ascendieron a £22.500 millones, aumentaron el superávit fiscal en el ejercicio de 2000–01. Posteriormente, el gobierno decidió mantener un nivel mínimo de emisiones brutas de gilts a fin de sustentar la liquidez del mercado de gilts y promover el interés de los inversionistas habida cuenta del previsto aumento de las necesidades de financiamiento para los próximos años. A raíz de estas decisiones de política, a fines del ejercicio de 2001–02 la DMO registró un saldo neto de caja a corto plazo de £11.000 millones. Para facilitar la gestión de estos activos, entre otras cosas, en octubre de 2000 se amplió la gama de instrumentos del mercado monetario a corto plazo de alta calidad que la DMO puede utilizar para realizar sus transacciones a corto plazo para fines de gestión de caja. Se prevé que el saldo de caja se reducirá en el curso de los tres ejercicios previos a marzo de 2004.

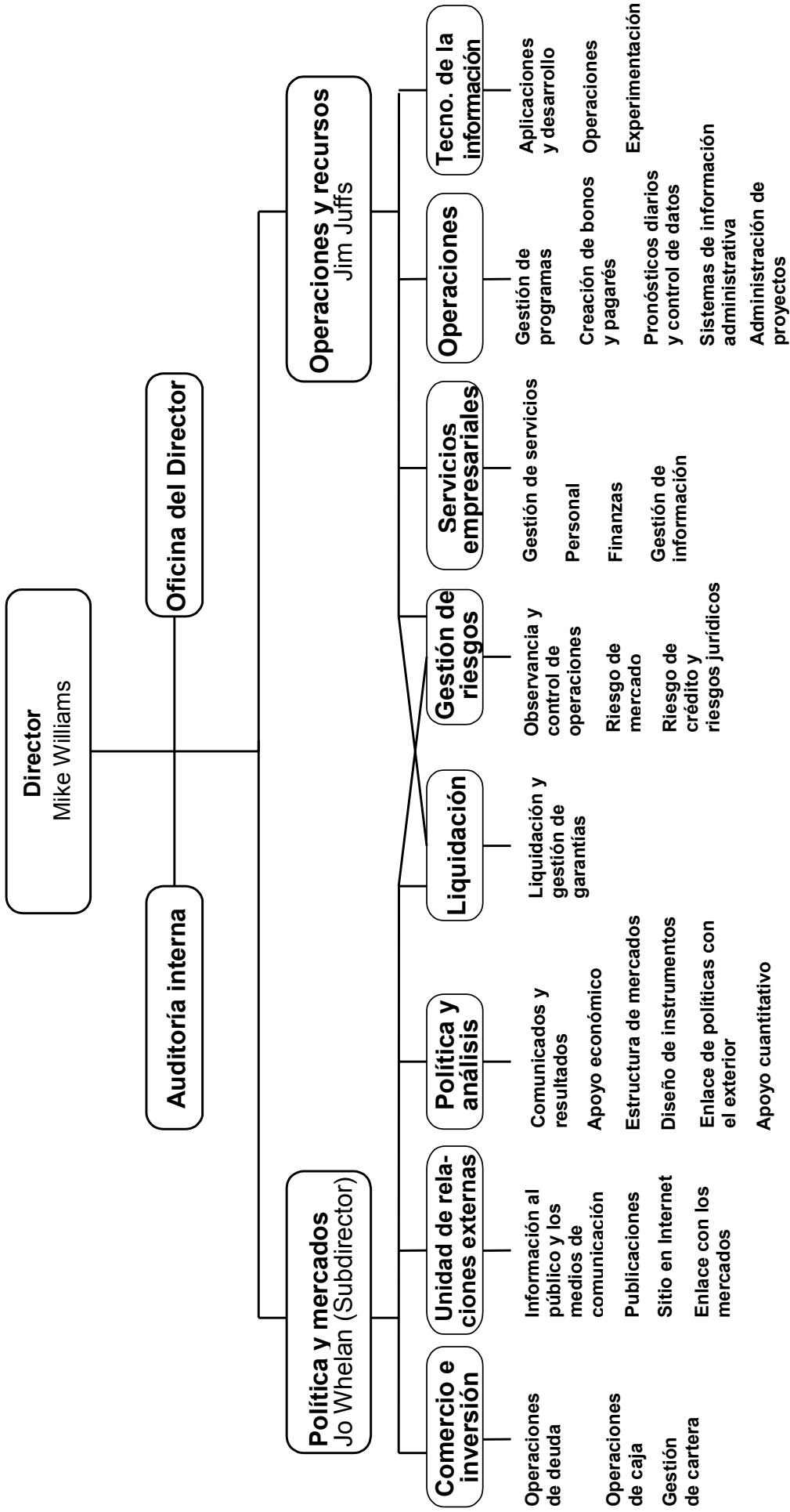
1407. En 2000, la DMO, como parte de una labor permanente de promoción de la liquidez y la transparencia en el mercado de gilts, realizó amplias consultas sobre los posibles efectos de los sistemas de comercio electrónico en el mercado secundario de gilts, y sobre la forma en que podrían afectar su relación con los GEMM. Esa labor se continuó en el curso de 2001, con miras a introducir, a comienzos de 2002, cotizaciones obligatorias para las transacciones de gilts más líquidos entre los GEMM, de acuerdo con lo señalado en el documento de respuesta publicado en junio de 2000. Estas cotizaciones obligatorias se divulgarían electrónicamente.

1408. En septiembre de 2000, la DMO, con el fin de promover una mayor transparencia del mercado de gilts, incorporó una pantalla de precios de gilts de referencia en tiempo real en sus servicios de información en la que se indican los precios medios de una serie de gilts, derivados de las cotizaciones publicadas por los GEMM.

D. Impuestos

1409. En 1995 y 1996 se efectuó una reforma de la base de tributación de los gilts. El resultado básico fue que las ganancias o pérdidas de capital de las empresas inversionistas se gravarían de manera similar al ingreso proveniente de los gilts. Esto permitió eliminar la mayoría de las anomalías en las tasas de interés de mercado creadas por el sistema tributario, volviéndolo neutro respecto a la tenencia de bonos con alto o bajo contenido de cupones. Ésta fue una condición previa necesaria para la creación del mercado de STRIPS, para así evitar los incentivos tributarios de desmantelamiento o no desmantelamiento de un bono.

Además, desde abril de 1998 todos los intereses de los gilts se han pagado en valores brutos (a menos que el beneficiario prefiera el pago en valores netos) a fin de reducir las obligaciones de cumplimiento de los custodios y asegurarse de que el mercado de gilts sea más accesible e interesante para los inversionistas.



XVIII. ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA¹²⁶

1410. El Tesoro de Estados Unidos goza de varias ventajas en la gestión de la deuda con respecto a otros países. La emisión de deuda pública constituye un porcentaje relativamente pequeño de la emisión total de deuda interna, de modo que los mercados financieros pueden absorber fácilmente las necesidades cambiantes de financiamiento público. Debido al alto grado de desarrollo de los mercados privados, este financiamiento es siempre en moneda nacional. La existencia de mercados financieros internos sofisticados permite que el Estado recurra al sector privado para cumplir una amplia gama de funciones destinadas a incrementar la liquidez de los títulos del Tesoro. En vista del amplio nivel de participación en las subastas del Tesoro, pueden celebrarse subastas de precio uniforme. Otra ventaja, de carácter subyacente, es que el gran tamaño y diversidad de la economía estadounidense garantiza a los inversionistas que la deuda se pagará. Muchas de estas ventajas se complementan entre sí: en la medida en que ha aumentado el grado de desarrollo y la amplitud del mercado, ha aumentado también el número de participantes en el mercado que recurren a títulos del Tesoro.

1411. Estas ventajas han influido en el desarrollo del mercado de títulos del Tesoro y de las técnicas de gestión de la deuda usadas en Estados Unidos. Esto ha dado como resultado un sistema con características y limitaciones singulares. Por consiguiente, puede que la presente descripción de la gestión, la estrategia y el desarrollo del mercado en Estados Unidos sea poco aplicable a otros países.

A. El marco de gestión

1412. La autoridad del gobierno estadounidense para obtener crédito está contemplada en la Constitución del país. El Congreso ha delegado en el Secretario del Tesoro la facultad de emitir los siguientes instrumentos:

- Certificados de deuda y letras: obligaciones de deuda con plazo de vencimiento no superior a un año a partir de la fecha de emisión.
- Pagarés: obligaciones de deuda con plazo de vencimiento de al menos un año pero no superior a 10 años a partir de la fecha de emisión.
- Bonos: obligaciones de deuda con plazo de vencimiento superior a 10 años.
- Bonos de ahorro: obligaciones de deuda al por menor con plazo de vencimiento no superior a 20 años a partir de la fecha de emisión.
- Certificados de ahorro: obligaciones de deuda al por menor con plazo de vencimiento no superior a 10 años a partir de la fecha de emisión.

¹²⁶Este estudio de casos fue preparado por la Oficina de financiamiento de mercado (Office of Market Finance) del Tesoro de Estados Unidos.

1413. El Secretario del Tesoro tiene la autoridad para fijar los términos y condiciones de las obligaciones de deuda emitidas por el Tesoro, así como las condiciones aplicables a su emisión. El Secretario puede delegar estas y otras funciones en otro funcionario o empleado del Tesoro, o sea que, en general y en la práctica, las decisiones sobre gestión de la deuda son adoptadas por un funcionario designado por la autoridad política; dicho funcionario rinde cuentas al Secretario, con asesoramiento de personal de carrera.

1414. El Secretario puede hacer inversiones en títulos del Tesoro, o en depósitos en bancos comerciales asegurados por una amplia gama de garantías aceptadas por el Tesoro, entre otras, obligaciones del Gobierno de Estados Unidos. y de emisores privados. Como parte de su labor de gestión de caja, el Tesoro mantiene relaciones con un gran número de bancos comerciales que le ayudan a absorber las fuertes fluctuaciones estacionales en los saldos de efectivo.

1415. El Congreso establece un límite sobre el monto nominal total de las obligaciones de deuda emitidas por el Secretario del Tesoro. Este límite se modifica periódicamente de acuerdo con la ley, ya sea a través del proceso presupuestario del Congreso o de otra modalidad. Hasta 1917, el Tesoro requería la aprobación del Congreso para obtener créditos, pero durante la primera guerra mundial, este sistema de emisión de deuda se hizo demasiado engoroso y el Congreso otorgó al Tesoro autoridad para obtener crédito, si bien mantuvo su autoridad para determinar el monto total de la deuda pendiente. Esta práctica permite al Tesoro emitir deuda por un período determinado, en muchos casos de uno o dos años, sin necesidad de solicitar la aprobación del Congreso.

1416. El Secretario del Tesoro debe presentar al Congreso un informe anual en el que se incluyen ciertas estadísticas sobre sus actividades pasadas y previstas en materia de deuda pública. Estos informes están basados en las proyecciones presupuestarias anuales del gobierno y realzan la rendición de cuentas de los que administran la deuda pública. Asimismo, el organismo de auditoría pública puede investigar las actividades de gestión de la deuda del Departamento del Tesoro.

Estructura administrativa

1417. El Tesoro está organizado en dos componentes fundamentales: las oficinas departamentales y las oficinas de operaciones. Las oficinas departamentales se encargan principalmente de formular las políticas y de administrar el Tesoro en su conjunto, mientras que las oficinas de operaciones se encargan de ejecutar operaciones específicas asignadas al Tesoro.

1418. Dentro de las oficinas ministeriales, el Secretario del Tesoro es el principal encargado de las actividades de gestión de la deuda desempeñadas por el Gobierno Federal. Es el principal asesor económico del Presidente y desempeña, además, una función crucial en lo que respecta a la formulación de la política al incorporar un enfoque económico y de política financiera a los problemas que enfrenta el Gobierno Federal. El personal de las oficinas

ministeriales formula y recomienda las políticas financieras, económicas y tributarias de alcance nacional e internacional. La gestión de la deuda incluye las siguientes funciones:

- Determinar las necesidades de financiamiento del Tesoro, programar los calendarios de emisión de títulos y los montos necesarios, y analizar los distintos tipos de títulos y las técnicas de venta.
- Solicitar el asesoramiento del sector privado en la aplicación de las políticas de financiamiento y gestión de la deuda del Tesoro y preparar informes en los que se incorporen estas recomendaciones.
- Realizar un análisis periódico de las condiciones imperantes en la economía y el mercado de valores y sus posibles consecuencias para el financiamiento del Tesoro.
- Coordinar las actividades de gestión presupuestaria con el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, que forma parte del sistema bancario central.
- Participar en un grupo interdepartamental de supervisión de mercados.
- Coordinar y aprobar las operaciones de obtención de créditos en el mercado de los organismos federales y las empresas patrocinadas por el Estado.

1419. La gestión de la deuda está a cargo de la oficina de deuda pública (Bureau of Public Debt), que rinde cuentas al Tesoro. Las siguientes son algunas de las funciones específicas de la oficina de deuda pública:

- Obtener en préstamo los fondos necesarios para la administración del Gobierno Federal, y rendir cuentas respecto a la deuda pública consiguiente.
- Emitir, registrar y amortizar los títulos públicos; atender las cuentas registradas y pagar los intereses cuando vencen.
- Mantener un control contable y de auditoría sobre las transacciones de deuda pública y publicar estados de deuda.
- Procesar las reclamaciones por títulos físicos perdidos, robados o destruidos.
- Promover la venta y retención de instrumentos al por menor y bonos de ahorro de los Estados Unidos.

1420. La gestión de caja es administrada por el servicio de gestión financiera (Financial Management Service-FMS), que también rinde cuentas al Tesoro. Este organismo recibe y distribuye todos los fondos públicos, mantiene las cuentas públicas y prepara informes diarios y mensuales sobre la situación de las finanzas públicas. Además, es el principal organismo de desembolsos, recaudación, contabilidad y registro de información financiera del sector público, y se encarga de cobrar las deudas en mora frente al Estado.

1421. El FMS administra la recaudación de los ingresos públicos, por ejemplo, el impuesto sobre la renta de los individuos y las sociedades, los derechos aduaneros, el reembolso de préstamos, multas y los ingresos por concepto de arrendamientos. Esta recaudación se hace a través de una red de alrededor de 18.000 instituciones financieras. También se encarga de supervisar el sistema de contabilidad y notificación central del Gobierno Federal, para lo cual mantiene un registro de sus activos y pasivos monetarios. El FMS colabora con los

organismos federales para ayudarlos a adoptar normas y sistemas contables y de notificación uniformes.

1422. Junto con las oficinas de operaciones, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York actúa como intermediario fiscal del Tesoro en el desempeño de las actividades de gestión de la deuda. Esta labor de intermediario fiscal incluye los siguientes servicios:

- Mantener la cuenta de fondos del Tesoro.
- Compensar los cheques del Tesoro girados sobre dicha cuenta.
- Dirigir las subastas de títulos del Tesoro.
- Mantener el sistema de contabilización electrónica de los títulos del Tesoro.
- Emitir, mantener y amortizar los títulos del Tesoro.

1423. El sistema de banca central a nivel federal (la Reserva Federal) es un órgano estatal independiente. La política relativa a la deuda se conduce independientemente de la política monetaria. Si bien el Tesoro y la Reserva Federal adoptan sus políticas en forma separada, la Reserva Federal actúa como intermediario fiscal del Tesoro, para el cual desempeña diversas actividades de tipo operacional, y el personal directivo de ambos organismos se reúne todas las semanas para examinar cuestiones de política.

1424. Puede obtenerse información actualizada en los siguientes sitios de Internet:

<http://www.treas.gov/domfin> sobre la gestión de la deuda administrada por el Tesoro.
<http://www.publicdebt.treas.gov> sobre la dirección de deuda pública.
<http://www.fms.treas.gov> sobre el servicio de gestión financiera (FMS)
<http://www.newyorkfed.org> sobre el Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

B. Estrategia de gestión de la deuda y marco para la gestión del riesgo

1425. El objetivo de la gestión de deuda del Tesoro es lograr que el costo de financiamiento sea lo más bajo posible a lo largo del tiempo. Para lograr esta meta, la estrategia se aplica sobre la base de cinco principios correlativos.

1426. El primero consiste en asegurarse de que los títulos del Tesoro mantengan su condición de “libres de riesgo”. Esto se logra con una disciplina fiscal prudente y aumentos oportunos del límite de la deuda. Un componente esencial de la gestión de la deuda es que el gobierno tenga acceso expedito al mercado, al menor costo posible.

1427. El segundo principio consiste en mantener la coherencia y previsibilidad del programa de financiamiento. El Tesoro emite títulos en base a un calendario fijo, con procedimientos de subasta claramente delineados. Esto reduce la incertidumbre del mercado y contribuye a minimizar el costo global del endeudamiento. En virtud de este principio, el Tesoro procura no actuar de manera oportunista ni emitir deuda cuando las condiciones del mercado parecen ser favorables.

1428. La idea de establecer calendarios de subasta periódicos y previsibles surgió en los años setenta. A partir de 1970, el Gobierno Federal comenzó a financiar déficit cada vez más grandes; la mayoría de los instrumentos de gestión de deuda del Tesoro eran adecuados para cumplir esta labor. Se incorporaron nuevos ciclos de subasta, se aumentó la frecuencia de las emisiones y se incrementó gradualmente la magnitud de las subastas. A fines de los años setenta, la necesidad del Tesoro de contar con grandes volúmenes de financiamiento dio lugar a la introducción de un calendario “fijo y coherente” para la emisión de deuda.

1429. El tercer principio de gestión de la deuda es el compromiso del Tesoro de garantizar la liquidez del mercado. La liquidez promueve los mercados de capital eficientes porque sirve de garantía subyacente para una amplia gama de transacciones financieras. Asimismo, reduce el costo de endeudamiento para el Tesoro porque aumenta la demanda de sus títulos.

1430. Cuarto, el Tesoro provee financiamiento en toda la curva de rendimiento. Una estructura de vencimientos equilibrada reduce el riesgo de refinanciamiento y atrae una variedad más amplia de inversionistas. Además, al ofrecer un instrumento de fijación de precios para las tasas de interés en toda la curva de rendimiento promueve la eficiencia de los mercados de capital.

1431. Quinto, el Tesoro utiliza el financiamiento unitario. Las necesidades de financiamiento público tienen carácter agregado, de modo que las operaciones de endeudamiento entre los distintos organismos se efectúan a través del Tesoro. Por lo tanto, todos los programas del Gobierno Federal pueden beneficiarse de las tasas de interés bajas del financiamiento del Tesoro. Si el enfoque fuera diferente, los programas con emisiones más pequeñas y menos líquidas tendrían que competir entre sí para obtener financiamiento en el mercado. Existen algunas excepciones con relación al financiamiento unitario; representan menos del 1% del total de títulos de deuda pendientes.

1432. En muchos casos, estos principios dificultan el cumplimiento de los objetivos del Tesoro. La emisión periódica en toda la curva de rendimiento puede, en algunos casos, traducirse en costos relativamente altos para los préstamos a corto plazo; pero estos costos se compensan con creces gracias a las primas que los inversionistas están dispuestos a pagar por una oferta previsible de títulos del Tesoro. Sin embargo, la principal limitación es que la visión sobre el futuro siempre es imperfecta y, por lo tanto, es preciso pronosticar continuamente las posibles necesidades de financiamiento a fin de prever cómo modificar el perfil de endeudamiento cuando la realidad no concuerda con los pronósticos, y de anticipar las estrategias de financiamiento de menor costo.

1433. Las decisiones de financiamiento a largo plazo del Tesoro se adoptan trimestralmente tras un proceso de consultas con el sector privado, que se realiza mediante entrevistas con los participantes en el mercado y un grupo de asesoramiento del sector privado. El grupo está compuesto por unos 20 representantes de empresas de corretaje y sociedades de inversión que participan activamente en el mercado de títulos públicos. Se reúnen durante el período de reposición de fondos del Tesoro, a mediados de trimestre, con el fin de presentarle sus recomendaciones para el proceso de reposición en curso y asesorarlo en materia de políticas

de gestión. Las recomendaciones oficiales del grupo y las actas de sus reuniones se publican en Internet (<http://www.treas.gov/domfin>). El Tesoro solicita también asesoría de particulares a través de una dirección de correo electrónico (debt.management@do.treas.gov).

Gestión del riesgo

1434. Los pasivos financieros se denominan exclusivamente en moneda nacional. Se estima que esto es beneficioso para el balance del Tesoro debido a que la proporción de sus activos en moneda nacional es sumamente elevada. Gracias al tamaño de los mercados financieros internos, que pueden absorber fácilmente las fluctuaciones en las necesidades de financiamiento del Tesoro, puede mantenerse una cartera de pasivos denominados exclusivamente en moneda nacional.

1435. El Tesoro emite títulos de referencia con una amplia gama de vencimientos a fin de reducir el riesgo de refinanciamiento. Las necesidades previstas de financiamiento se anuncian con suficiente anticipación para determinar el nivel de las tasas de interés, así como la distribución a los inversionistas. El elemento subyacente de este enfoque es la enorme presencia del Tesoro en el mercado, por lo cual cualquier cambio en las políticas probablemente conduzca a un cambio en las tasas de interés.

1436. La gestión del riesgo de los pasivos se enfoca en el mantenimiento de vencimientos promedios estables mediante la emisión equilibrada de títulos a corto, mediano y largo plazo, y en el logro de un alto grado de liquidez mediante la emisión periódica y previsible de títulos de referencia. En 2001, la duración media de los instrumentos de deuda del Tesoro en manos del sector privado fue de 5 años y 6 meses excluyendo los títulos indexados a la inflación, y de 5 años y 10 meses incluyendo los títulos indexados a la inflación.

1437. Los programas de financiamiento están basados en las proyecciones presupuestarias y económicas contenidas en el presupuesto anual establecido por el Congreso. El Tesoro utiliza las proyecciones más recientes de la posición presupuestaria del Gobierno Federal en la elaboración de estos modelos. Las nuevas proyecciones presupuestarias se hacen anualmente y se publican a comienzos del año civil. Se revisan cinco o seis meses después.

1438. El Tesoro, basándose en las proyecciones del gobierno, formula pronósticos de deuda a largo plazo, para lo cual usa modelos elaborados internamente. Estos modelos se utilizan para controlar el riesgo de refinanciamiento y lograr una estructura de vencimientos más o menos equilibrada. Las pautas de emisión de deuda a corto plazo se basan en proyecciones sobre la gestión de caja que incorporan tanto los pronósticos a largo plazo del gobierno como las estimaciones más recientes sobre los gastos e ingresos a corto plazo.

1439. El Tesoro garantiza un alto nivel de liquidez mediante la aplicación de un sistema de emisiones cuantiosas, periódicas y previsibles. El sistema de la Reserva Federal en el que los operadores del mercado primario emiten los instrumentos de deuda, ayuda a asegurar el éxito de las subastas del Tesoro y contribuye también a reducir el riesgo de liquidez. La frecuencia

y gran escala de las operaciones del Tesoro ofrece garantías que prevén una verificación frecuente de los sistemas de liquidación.

1440. El Tesoro está a cargo del funcionamiento y la gestión del programa de asiento contable (Commercial Book Entry-CBE), que incluye la presentación, subasta, emisión y recompra de títulos negociables del Tesoro, así como su regulación, mantenimiento y contabilidad. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York, en su calidad de intermediario fiscal del Tesoro, se encarga periódicamente de identificar, seguir y mitigar el riesgo operativo vinculado al sistema nacional de asiento contable (National Book Entry System-NBES), un sistema de custodia y transferencia de títulos negociables del Tesoro. La identificación y el seguimiento de los riesgos asociados a la presentación, subasta, emisión y recompra de estos títulos forma parte de las funciones de la oficina de deuda pública (Bureau of Public Debt). Estos riesgos se mitigan mediante la aplicación de planes de contingencia; también se vinculan a diversas posibilidades de incumplimiento mediante sistemas automatizados.

1441. El riesgo operativo se minimiza a través de los mecanismos de entrega contra pago del programa de asiento contable y por los distintos organismos que administran las subastas y liquidaciones. Como garantía adicional, el órgano de contabilidad del poder legislativo del gobierno realiza auditorías anuales.

Reformas recientes en materia de política

1442. En vista de los recientes superávit presupuestarios, el Tesoro había estado pagando su deuda pendiente mediante la emisión de un monto de deuda inferior al monto de la deuda en vencimiento, y redujo la emisión de deuda a corto y largo plazo. Existe una relación asimétrica entre el pago de la deuda y los pagos efectuados en el extremo inferior de la estructura de vencimientos, lo cual se ha traducido en un incremento de los vencimientos medios.

1443. El Tesoro adoptó políticas destinadas a mitigar el aumento de los vencimientos medios, incluidas reaperturas periódicas más pequeñas de deuda a más largo plazo, así como recompras de deuda pendiente de largo plazo. Además, recientemente suspendió la emisión de bonos a 30 años. Si bien esta decisión se basó parcialmente en la necesidad de reducir la emisión de la deuda a más largo plazo, también fue reflejo de la experiencia adquirida en el mercado, que parece indicar que el financiamiento con bonos a 30 años es más costoso que el financiamiento a 10 años.

1444. La desaceleración económica persistente, la reducción del ingreso tributario y los efectos sobre el presupuesto de los trágicos sucesos del 11 de septiembre se han traducido en un incremento de las necesidades de financiamiento a corto plazo del Tesoro. Se prevé que estas necesidades sean de carácter temporal y que, en gran medida, se cubran con el aumento registrado en la emisión de letras del Tesoro y pagarés a corto plazo; esto a su vez ha contribuido a reducir los vencimientos medios de la deuda negociable en manos del sector privado.

Gestión de activos

1445. Las tenencias de activos financieros por el Gobierno de Estados Unidos. (incluidas las reservas en divisas) son pequeñas en comparación con sus pasivos financieros. En general, el efectivo se mantiene en bancos comerciales, los cuales deben ofrecer importantes garantías. El Sistema de la Reserva Federal, como intermediario del Tesoro, y en cumplimiento de sus instrucciones, es el principal organismo encargado de invertir estos activos en los bancos comerciales participantes. Estas funciones comprenden la aceptación, valoración y custodia de las garantías, la verificación de sus posibles deficiencias y el levantamiento de dichas garantías. El Sistema de la Reserva Federal es, además, el principal punto de enlace para las instituciones financieras de depósito que participan en el programa.

1446. Se hacen auditorías y análisis internos y externos de las operaciones de gestión de caja. En estas operaciones —incluidas las de la Reserva Federal y los bancos comerciales que participan en el programa de gestión de caja— se usan métodos coordinados y exhaustivos de gestión del riesgo a fin de garantizar la disponibilidad de los procedimientos y operaciones. Este tipo de gestión permite garantizar el logro y la protección de los objetivos del programa.

C. El mercado de títulos públicos

1447. La gestión de la deuda ha ido evolucionando a medida que han evolucionado los mercados financieros de Estados Unidos. Durante la segunda guerra mundial, los instrumentos al por menor seguían desempeñando un importante papel en la emisión de deuda. En los años cincuenta y sesenta, el principal emisor de bonos era el sector empresarial, no el Estado. La emisión regular de todo tipo de instrumentos de deuda solo comenzó en los años setenta. Las normas sobre participación siguen evolucionando como resultado de las fluctuaciones en el número de participantes en el mercado de títulos del Tesoro y los cambios tecnológicos.

1448. El principal aumento en la emisión de deuda pública en Estados Unidos se produjo cuando los mercados financieros estaban bien desarrollados. Sin embargo, puesto que un acceso expedito a los mercados es esencial para el programa de gestión de la deuda pública, el Tesoro centra su labor en la ampliación del mercado de títulos. Una distribución amplia de los títulos del Tesoro realza la liquidez y eficiencia del mercado de deuda pública y, al mismo tiempo, minimiza los efectos de las actividades de gestión de la deuda en la economía y los mercados monetarios y favorece la distribución de los beneficios generados por el financiamiento público.

1449. En vista del tamaño del mercado de títulos del Tesoro, así como sus niveles de seguridad y demanda por parte de otros inversionistas, estos títulos representan la inversión de capital más líquida del mundo. Para los inversionistas que buscan seguridad, previsibilidad y liquidez, los títulos del Tesoro ofrecen una amplia gama de beneficios que se ajustan al logro de esos objetivos.

1450. El Tesoro emite títulos nominales a tasa fija y títulos indexados según la inflación. Estos títulos son obligaciones directas del Gobierno de Estados Unidos y generalmente se considera que son títulos negociables porque pueden comprarse y venderse en el mercado secundario a los precios de mercado vigentes a través de instituciones financieras, operadores e intermediarios de títulos públicos. Excepto en el caso de ciertas emisiones específicas de bonos del Tesoro previas a 1985, los títulos negociables del Tesoro no pueden amortizarse antes de su vencimiento. Todos los títulos negociables del Tesoro se emiten en forma de valores anotados, con un monto de compra mínimo de US\$1.000 y en series múltiples de US\$1.000. Desde septiembre de 1998, los clientes que han establecido cuentas en el Tesoro han podido comprar títulos en Internet y en el sitio de la oficina de deuda pública en Internet (www.publicdebt.treas.gov).

1451. En la actualidad, el Tesoro ofrece periódicamente títulos nominales a tasa fija, con vencimientos que oscilan entre cuatro semanas y 10 años. Todas las semanas se subastan letras con plazos de vencimiento de 4, 13 y 26 semanas (el día de liquidación es jueves); se ofrecen mensualmente pagarés a 2 años (el día de liquidación es a fin de mes), y se celebra una subasta trimestral de pagarés a 5 y 10 años (fecha de liquidación a mediados de mes). Esta amplia gama de fechas de vencimiento permite que los inversionistas organicen sus carteras en base a horizontes temporales específicos.

1452. En enero de 1997, en su afán por aumentar los tipos de títulos que ofrece y ampliar la base de inversionistas directos que participan en sus subastas de títulos, el Tesoro empezó a subastar títulos indexados según la inflación. Estos títulos contribuyen a proteger a los inversionistas de la inflación; las subastas han contado con una participación directa más amplia que las subastas de títulos nominales a tasa fija porque atraen el interés de inversionistas que nunca habían invertido en títulos del Tesoro y alientan una mayor inversión en otras carteras. Este aumento de la participación probablemente contribuya a reducir los costos de financiamiento globales. El Tesoro también emite un bono de ahorros indexado según la inflación para inversionistas minoristas.

1453. Inicialmente, el Tesoro ofrecía pagarés a 5 y 10 años indexados a la inflación, y bonos a 30 años indexados a la inflación, pero el mercado se ha interesado principalmente en los pagarés a 10 años, de modo que la última emisión de pagarés a 5 años indexados según la inflación tuvo lugar en octubre de 1997; en octubre de 2001 se suspendió la emisión de bonos a 30 años indexados. El principal del título se ajusta día a día en virtud de la inflación. El ajuste por inflación está sujeto al pago del impuesto federal sobre la renta el año que se percibe; el principal ajustado por inflación se paga al vencimiento. Los pagos de intereses semestrales representan un porcentaje fijo del principal ajustado por inflación. El índice del precio al consumidor (IPC) no estacional aplicable a todos los consumidores urbanos es la base del índice de inflación utilizado por los títulos. En la actualidad, el Tesoro ofrece el pagaré a 10 años indexado a la inflación fundamentado sobre un calendario semestral fijo.

1454. Antes de la década de los setenta, los métodos tradicionales para la venta de pagarés y bonos consistían en ofertas de suscripción, ofertas de intercambio y reembolsos anticipados. En el caso de las suscripciones, el Tesoro fijaba una tasa de interés para los títulos en venta,

que luego se vendían (o se suscribían) a la tasa fija. En las ofertas de intercambio, el Tesoro permitía que los tenedores de títulos con vencimiento pendiente los transaran por nuevas emisiones a una tasa de interés y de cupón previamente anunciada. En ciertos casos, se hacían emisiones de nuevos títulos solo para los tenedores de títulos con vencimientos específicos; en otros casos se emitía un número adicional de los nuevos títulos. Los reembolsos anticipados eran diferentes de las ofertas de intercambio en el sentido de que los títulos con vencimiento pendiente podían transarse antes de la fecha de vencimiento.

1455. Una de las dificultades fundamentales de las ofertas de suscripción con precio fijo y las ofertas de intercambio era que el rendimiento de mercado podía fluctuar entre la fecha de anuncio de la oferta y el plazo de vencimiento para la suscripción. La creciente inestabilidad de los mercados en la década de los setenta aumentó considerablemente, para el Tesoro, los riesgos creados por las ofertas con precio fijo.

1456. En 1970 se introdujo una técnica modificada de subasta, en virtud de la cual el Tesoro fijaba de antemano la tasa de interés, y las ofertas se hacían en base a ese precio. En 1974, el Tesoro comenzó a subastar emisiones de cupones en base al rendimiento. Las ofertas se aceptaban sobre la base de un porcentaje de rendimiento anual, y la tasa de interés nominal se basaba en el rendimiento medio ponderado de las ofertas competitivas aceptadas y recibidas en la subasta. Este tipo de subasta evita que el Tesoro tenga que fijar la tasa de interés nominal con anterioridad a la subasta y garantiza que los costos por pago de intereses de las nuevas emisiones de pagarés y bonos reflejen con exactitud la demanda del mercado y las condiciones de la oferta al momento de la subasta.

1457. Actualmente, todos los títulos negociables del Tesoro se venden en subastas de precio uniforme, y todas sus subastas se conducen en base al rendimiento. Los términos y condiciones para la oferta de títulos del Tesoro son los que se establecen en la circular sobre ofertas uniformes para la venta y emisión de letras, pagarés y bonos negociables anotados del Tesoro (Uniform Offering Circular for the Sale and Issue of Marketable Book-Entry Treasury Bills, Notes and Bonds) del Código de Reglamentos Federales de Estados Unidos (United States Code of Federal Regulations), que se encuentra disponible en Internet (www.publicdebt.treas.gov/gsr/gsruocam.htm). Todas las subastas se anuncian en forma separada, incluidas las fechas de subasta y liquidación, el monto ofrecido a la venta, el vencimiento del título y otros datos. El Tesoro vende el monto total anunciado de los títulos ofrecidos al rendimiento determinado en la subasta.

1458. El Tesoro permite las transacciones de compraventa durante los períodos comprendidos entre el anuncio y la liquidación sobre la base de “cuando se emiten” (*when-issued-WI*), que prevé la divulgación del nivel de la tasa de interés y reduce la incertidumbre relativa a dichos niveles en la subasta. Los posibles licitadores competitivos se remiten a los niveles indicados a través del sistema WI para que sirvan de indicadores de la demanda en el mercado y así poder determinar las ofertas que harán en la subasta. Los licitadores no competitivos, para quienes los títulos se adjudican al rendimiento determinado en la subasta, pueden usar las cotizaciones del mercado WI para evaluar el posible rendimiento de los títulos subastados.

1459. Hasta fines de 1998, los títulos negociables del Tesoro generalmente se vendían mediante un método de subastas de precios múltiples. En este tipo de subasta se aceptaban desde las ofertas competitivas más bajas (tasas de descuento en el caso de las letras del Tesoro) hasta las ofertas más altas que se requerían para vender el monto ofrecido al público. Los licitadores competitivos cuyas ofertas eran aceptadas pagaban el precio equivalente al monto (o a la tasa de descuento) al que habían hecho la oferta. Los licitadores no competitivos pagaban el precio medio ponderado de las ofertas competitivas aceptadas.

1460. En noviembre de 1998, el Tesoro adoptó el uso de subastas de precio único para todos sus títulos negociables. Todas las subastas de pagarés y bonos indexados según la inflación se han hecho en base a un precio único desde que el Tesoro comenzó a vender títulos indexados según la inflación. Como en el caso de las subastas de precios múltiples, las subastas de precio único se realizan en función del rendimiento (o de la tasa de descuento bancario en el caso de las letras del Tesoro). Se aceptan desde las ofertas (o la tasa de descuento) más bajas hasta el nivel más alto que se requiere para vender el monto ofrecido. A diferencia de las subastas de precios múltiples, todas las adjudicaciones se hacen en base a las ofertas (o la tasa de descuento) más altas aceptadas.

1461. El Tesoro ha determinado que las subastas de precio único ofrecen ciertas ventajas con respecto a las de precios múltiples. Primero, en general, las adjudicaciones se distribuyen entre un mayor número de licitadores que en las subastas de precios múltiples. Segundo, en las subastas de precio único los participantes pueden pujar más firmemente. Los adjudicatarios pueden reducir lo que se ha llamado el “maleficio del ganador”, o sea, el riesgo de que el adjudicatario pague un monto superior al valor común de mercado del título y, por consiguiente, tenga menos posibilidades de obtener una ganancia si vende el título. Se ha comprobado que una subasta más resuelta reduce en cierta medida los costos de financiamiento para el Tesoro.

1462. En una subasta del Tesoro, una entidad puede presentar una oferta directamente a un Banco de la Reserva Federal, que actúa como intermediario fiscal del Tesoro, de manera indirecta a través de un intermediario, o directamente al Departamento del Tesoro. El Tesoro permite a todos los operadores registrados en la Comisión de Bolsas y Valores (Securities and Exchange Commission-SEC), y a todas las instituciones financieras reguladas por el Gobierno Federal, presentar ofertas en las subastas del Tesoro por cuenta propia y a nombre de sus clientes. Todos los licitadores en subastas del Tesoro —no solo los operadores del mercado primario— pueden presentar ofertas sin hacer un depósito, siempre que hayan acordado previamente con el banco correspondiente de la Reserva Federal un mecanismo de pago (un “acuerdo de cargo automático”).

1463. Los operadores del mercado primario son sociedades a través de las cuales el Banco de la Reserva Federal de Nueva York conduce sus operaciones de mercado abierto. Incluyen empresas diversificadas de títulos, bancos de los centros monetarios y sociedades de títulos especializadas. Pueden ser sociedades extranjeras o nacionales. En el curso de los últimos 10 años, el número de operadores del mercado primario se redujo de 46 a 22. Los operadores del mercado primario deben participar activamente en las subastas del Tesoro, crear mercados

eficientes a través de sus relaciones con la sala de operaciones del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y proveer información sobre el mercado a la Reserva Federal. En el pasado se exigía también que los operadores del mercado primario transaran un volumen determinado de títulos con sus clientes para mantener la liquidez del mercado secundario de títulos del Tesoro. Sus clientes incluían a los agentes que no operaban en el mercado primario, otras instituciones financieras (como los bancos, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos mutuos), instituciones no financieras y particulares. Si bien ya no se les exige que realicen transacciones con clientes, los operadores del mercado primario siguen siendo los principales creadores del mercado de títulos de Estados Unidos.

1464. El Tesoro ha facilitado la compra de títulos del Tesoro por parte de pequeños inversionistas mediante la adjudicación no competitiva de títulos por un monto de hasta US\$5 millones a través de un sistema de asiento contable. Por medio de este sistema, el inversionista mantiene títulos del Tesoro directamente en los libros del Tesoro sin necesidad de recurrir a los servicios de una institución financiera o de un intermediario.