



Serie especial sobre la COVID-19

Las notas de la Serie Especial son elaboradas por expertos del FMI para ayudar a los países miembros a hacer frente a los efectos económicos de la COVID-19. Las opiniones expresadas en estas notas son las de los autores y no necesariamente representan las del FMI, el Directorio Ejecutivo o la gerencia del FMI.

Gestión de la deuda pública en respuesta a la pandemia¹

Esta nota proporciona una guía sobre diversas áreas en las que los administradores de deuda soberana posiblemente deban dar respuesta frente a las dificultades que plantea la crisis de la COVID-19. La nota aporta elementos para abordar los desafíos que se presentan cuando las necesidades de financiamiento público y los costos de endeudamiento aumentan significativamente. En tales circunstancias, los administradores de deuda soberana deben contar con sólidos elementos de juicio para distinguir entre desajustes temporales y cambios permanentes. Pese a estas limitaciones, los administradores de deuda soberana pueden ayudar a amortiguar una crisis de liquidez reduciendo al mínimo el riesgo de liquidez a corto plazo, atender las necesidades de refinanciación de vencimientos y promover un funcionamiento ordenado de los mercados primario y secundario de títulos públicos. En esta nota se presenta un abanico de medidas que los administradores de deuda soberana pueden considerar para adaptarse a las nuevas circunstancias.

La crisis de la COVID-19 presenta un desafío importante para los administradores de deuda soberana. En muchos países, las dificultades de gestión de la deuda pública probablemente superen las experiencias del pasado en diversas dimensiones, incluyendo un eventual aumento de las necesidades de financiamiento y tensiones en el funcionamiento de los mercados financieros. En el caso de las economías emergentes y en desarrollo, las dificultades se agravan con la caída de la demanda externa y los cambios de dirección de los flujos de capital. Los administradores de deuda deberán estar preparados para utilizar todos los instrumentos y estrategias a su disposición, posiblemente en una medida nunca vista antes, y aplicar criterios profesionales que les permitan transitar con cautela entre desajustes temporales y cambios permanentes. La crisis puede conducir a que las autoridades tomen medidas que no se condigan con las mejores prácticas de gestión de la deuda pública. Los administradores de deuda deberán entonces alertar a las autoridades fiscales y monetarias de los riesgos que conlleva esta situación y tratar de reducir al mínimo los riesgos involucrados. Es importante que las autoridades sean conscientes de que el apartarse de las mejores prácticas debe ser una situación temporaria y estén preparadas tanto para desarticular las medidas de emergencia cuando pase el período de crisis como para comunicarlas de manera eficaz a los participantes del mercado.

¹ Para obtener más información, comunicarse con Peter Breuer (pbreuer@imf.org), Jefe de División, Charles Cohen (ccohen2@imf.org) o Thor Jonasson (tjonasson@imf.org), Subjefes, División de Mercados de Capital de Deuda, Departamento de Mercados Monetarios y de Capital (MCM).

I. REPUESTA A LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ Y DE FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO

Los administradores de deuda probablemente se enfrenten a un aumento significativo de las necesidades de financiamiento público debido a las políticas adoptadas en respuesta a la crisis, en especial a corto plazo.² Además, visto el deterioro de las condiciones de mercado en las economías emergentes y en desarrollo, es posible que los gobiernos tengan mayores dificultades para refinanciar los vencimientos de capital y hacer frente a los servicios de la deuda externa, los que posiblemente también hayan aumentado debido a la depreciación de la moneda doméstica.

Algunos países pueden enfrentarse a un aumento de los costos de financiamiento a lo largo de todo el espectro de vencimientos, una circunstancia que no puede resolverse mediante operaciones de gestión de pasivos. Si bien algunas economías avanzadas pueden experimentar un aumento de la demanda de títulos públicos debido a su condición de 'refugio seguro' para los inversionistas, muchas economías emergentes y en desarrollo podrían sufrir una caída en la demanda de bonos soberanos como consecuencia de una mayor aversión al riesgo (en especial, por parte de inversionistas no residentes). Las percepciones del mercado en cuanto al riesgo crediticio estarán determinadas por las mayores necesidades de financiamiento y la expectativa de un deterioro en la dinámica de la deuda pública. Estos factores pueden manifestarse de las siguientes maneras:

- Un aumento de las necesidades de financiamiento del gobierno central, producto del aumento del gasto y la insuficiencia de ingresos públicos.
- Tensiones en las finanzas públicas y las reservas internacionales que generan dudas sobre la capacidad del gobierno central para atender el servicio de la deuda ya contraída.
- Mayores necesidades de financiamiento de los gobiernos subnacionales y las entidades estatales.
- La realización de pasivos contingentes implícitos y explícitos, como por ejemplo la ejecución de garantías del gobierno.
- Posibles crisis de liquidez que generen desajustes en el mercado local de títulos públicos.

Los países de bajo ingreso que carecen de acceso al financiamiento de mercado, o que cuentan con mercados de títulos públicos pequeños, posiblemente requieran de financiamiento externo adicional para hacer frente al mayor gasto y déficit fiscal originados en la COVID-19. Los países que reúnan las condiciones para acceder a préstamos concesionales deberían procurar acelerar los desembolsos de los acreedores oficiales y las instituciones financieras internacionales, incluidas las líneas de financiamiento de emergencia. En los casos en que sea posible, los prestatarios podrían aprovechar la iniciativa del G-20 para aliviar la carga de la deuda pública. Esta iniciativa permite que los países deudores suspendan, por un plazo limitado, los pagos de servicio de la deuda con acreedores oficiales de carácter bilateral.

Los países pueden aprovechar los servicios de asistencia técnica y capacitación en temas de gestión de la deuda pública que proveen las instituciones financieras internacionales. Dichos servicios actualmente se suministran en forma remota con modalidades de formación a distancia. En particular, a través del Fondo de Gestión de Deuda y otras iniciativas de carácter bilateral, el FMI y el Banco Mundial procuran ayudar a los países a fortalecer sus instituciones, procesos y capacidades de gestión de deuda para reducir las vulnerabilidades relacionadas con el endeudamiento.

² Véase un análisis de la respuesta fiscal a la COVID-19 que puede derivar en mayores necesidades financieras en FMI (2020a), «[Gestión de los riesgos fiscales en situaciones de tensión fiscal](#)»

Revisión de la Estrategia de Gestión de la Deuda y el Plan de Endeudamiento Anual

Un aumento significativo en las necesidades de financiamiento del gobierno o en los costos de endeudamiento suele conducir a una revisión inmediata de la Estrategia de Gestión de la Deuda y el Plan de Endeudamiento Anual. En todas las decisiones con respecto a la gestión de la deuda las autoridades deben evaluar apropiadamente el delicado equilibrio entre costos y riesgos. En ese contexto, es conveniente formular tales decisiones en el marco de una Estrategia de Gestión de la Deuda a Mediano Plazo (como se expone en FMI-Banco Mundial (2019)). Dicha Estrategia ayudará a los administradores de deuda a tomar decisiones coherentes a medida que las nuevas condiciones de financiamiento se establezcan.³

Los cambios en los planes de financiamiento que se decidan posiblemente requieran despejar los obstáculos jurídicos que impiden ajustar rápidamente las prácticas de gestión de la deuda pública vigentes. En consecuencia, los administradores de deuda deberán obtener las autorizaciones necesarias para implementar dichos cambios. Si bien puede ser necesario suspender algunas de las prácticas normales en virtud de la situación de crisis, las autorizaciones de emergencia no deben ser indefinidas ni carecer de límites temporales y legales razonables.

Aun cuando contar rápidamente con financiamiento adicional sea prioritario, los administradores de deuda siempre deben dar la debida consideración a los riesgos inherentes a la cartera de deuda y el efecto de las nuevas emisiones sobre la composición de la cartera. En particular, tendrán que evaluar un abanico de riesgos (con especial énfasis en los riesgos de tasa de interés, refinanciamiento y tipo de cambio) y determinar un equilibrio adecuado entre costos y riesgos del financiamiento adicional al que se acceda.

En los países donde el mercado local de títulos públicos es líquido y funciona adecuadamente, será preciso adaptar los planes de emisión previamente establecidos para hacer frente a las mayores necesidades de financiamiento a corto plazo. Vistos los desafíos para procurar volúmenes sustanciales de financiamiento y afrontar los vencimientos de capital, es probable que deba emitirse deuda en el segmento más líquido del mercado de títulos públicos. Cabría esperar entonces una mayor emisión de deuda a corto plazo, incluyendo letras de tesorería y títulos públicos de menor madurez, en detrimento de la emisión de instrumentos de más largo plazo que pudiera haberse planificado con anterioridad.

Cuando sea posible, los países podrían atender los próximos vencimientos de capital recurriendo a operaciones de gestión de pasivos, tales como recompras o canjes de deuda. Estas operaciones pueden enfocarse en los títulos públicos con vencimiento a corto plazo que cotizan tanto en el mercado nacional como en el mercado internacional. Los canjes de deuda son más convenientes que las recompras pues evitan crear nuevas necesidades de fondos. En la medida en que los inversionistas del mercado estén dispuestos a participar en un canje, los títulos públicos próximos a vencer pueden reemplazarse por instrumentos de mayor madurez.

Utilización de reservas de efectivo de carácter preventivo

La utilización de reservas de efectivo, que pudieran mantenerse en forma precautoria para atender el servicio de la deuda, exige una evaluación cautelosa de las condiciones subyacentes en el mercado. En la mayoría de los casos, las necesidades de financiamiento derivadas de la COVID-19 probablemente sean muy superiores a las reservas disponibles. El uso de estos recursos como medida transitoria está justificado solo cuando se prevé que el mercado vuelva a funcionar con normalidad en el corto plazo y las nuevas condiciones de

³ Los administradores de deuda no solamente deberían utilizar una Estrategia de Gestión de la Deuda a Mediano Plazo, sino que también deberían participar en la preparación de un Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (ASD) que el gobierno pudiera realizar.

financiamiento se estabilicen. Y tal previsión debe contemplar si el mayor costo de endeudamiento, o la menor demanda de títulos públicos, constituye un desajuste temporal del mercado o se trata de un cambio estructural en las condiciones crediticias de largo plazo. Esta evaluación debe nutrirse de información sobre el mercado y un análisis sobre la dinámica de los comportamientos de los inversionistas locales y no residentes.

Si las autoridades decidieran utilizar las reservas de efectivo, deberían hacerlo con moderación y asegurando la continuidad del acceso a financiamiento de mercado. Por ejemplo, podrían introducir cambios graduales en el programa de subastas mediante ajustes suaves en los volúmenes, composición y método de las emisiones, lo que a su vez también favorece la estabilidad financiera. Como regla general, se aconseja recurrir a las reservas solo en situaciones en que la deuda pública se considera sostenible y es dable esperar una normalización de las operaciones del mercado. Si hay una única reserva de efectivo para hacer frente tanto a la gestión de la deuda pública como a la gestión de la liquidez, el uso de tales recursos requiere de una adecuada coordinación entre los administradores de deuda y los responsables de la tesorería del gobierno.

Algunos países pueden incluso mancomunar el exceso de liquidez disponible dentro del sector público y de ese modo economizar costos financieros. En caso de que existan depósitos excedentes fuera del gobierno central o la Cuenta Única de Tesorería, los saldos ociosos podrían utilizarse para afrontar las necesidades de liquidez de corto plazo. Si bien es conveniente consolidar la máxima cantidad de efectivo disponible, es posible que haya restricciones legales para utilizar ciertas fuentes de recursos, en cuyo caso las distintas fuentes deben considerarse en forma separada.

Evitar recurrir a financiamiento del banco central

En la medida de lo posible, las autoridades deben evitar recurrir al financiamiento directo que el banco central pudiera proporcionar al gobierno. Los préstamos directos del banco central constituyen un mecanismo de financiamiento de último instancia y, como tales, se los debe considerar solo cuando no es posible obtener fondos suficientes de otras fuentes, incluso a un costo relativamente más elevado. Incluso en circunstancias excepcionales como las actuales, los préstamos del banco central deberían contraerse en condiciones financieras semejantes a las del mercado. Por ejemplo, el banco central podría participar en la emisión primaria de títulos públicos como un oferente no competitivo y cubrir exclusivamente la brecha entre la demanda del mercado y el volumen de emisión previsto. Además, los préstamos deberían tener plazos limitados, cronogramas de reembolso explícitos y un límite máximo (por ejemplo, como porcentaje del PIB).

Si la ley lo permite, el gobierno podría recurrir al líneas de financiamiento del banco central para realizar operaciones de gestión de caja que faciliten la emisión de deuda. Sin embargo, tales líneas también deberían contratarse en condiciones financieras semejantes a las del mercado y tener plazos limitados (preferentemente no mayores a los 12 meses). Además, deberían utilizarse para afrontar necesidades de financiamiento estacionales y no estructurales. Otras medidas que introducen distorsiones en el mercado, como por ejemplo la acumulación de atrasos en las obligaciones del gobierno y el financiamiento forzado en condiciones distintas de las de mercado, deben evitarse también.

La importancia de las relaciones con los inversionistas y la comunicación con el mercado

La comunicación y consulta permanente con los inversionistas del mercado es fundamental para que éstos comprendan las decisiones que se toman con respecto a la gestión de la deuda pública. Una relación sólida y transparente con los inversionistas pueden proporcionar un apoyo vital a los administradores de deuda en términos de acceso al financiamiento de mercado en momentos de crisis como el presente.

En líneas generales, las autoridades deben explicar y comunicar a todos los grupos de interés, incluido el público general, los cambios en los planes de financiamiento que se decidan como consecuencia de la crisis de la COVID-19, particularmente en lo que se refiere la magnitud de las necesidades de financiamiento y los volúmenes, composición y método de las emisiones. Es preciso entonces elaborar un plan de comunicación y garantizar que los sitios web de gestión de la deuda pública estén actualizados con información pertinente. También es importante que el gobierno mantenga contacto habitual con las agencias calificadoras de riesgo y les informe sobre las medidas que se prevé adoptar para gestionar la crisis.

La crisis constituye una oportunidad para que los administradores de deuda interactúen más activamente con los participantes del mercado, incluyendo operadores del mercado primario e inversionistas, mediante comunicaciones y consultas formales e informales. Proporcionar información sobre la evolución de los planes de emisión y responder a posibles inquietudes de la comunidad de acreedores ayudan a preservar el acceso al financiamiento de mercado. Los administradores de deuda pueden incluso considerar la posibilidad de solicitar asesoramiento a contrapartes clave del mercado.

II. COORDINACIÓN INSTITUCIONAL

Durante un período de crisis es fundamental que exista comunicación y coordinación entre los administradores de deuda, las autoridades reguladoras de los sectores monetario, fiscal y financiero, tanto en relación con las políticas como con las medidas o intervenciones específicas. Cuando sea posible, los comités y estructuras existentes pueden utilizarse para tales fines, pero una respuesta efectiva a la crisis podría conllevar la creación de nuevos mecanismos formales e informales de coordinación. No obstante el respeto por la independencia de las instituciones y los distintos mandatos y desafíos que les competen, es importante que cada institución se comunique con eficacia, formule una visión común sobre las posibilidades de absorción de los mercados financieros locales y analice el impacto de las medidas regulatorias y de liquidez que podrían incidir en la capacidad de endeudamiento del gobierno. Al realizar cualquier modificación en la regulación y supervisión de las instituciones y los mercados financieros, se deberán evaluar cuidadosamente aquellos que afecten el tratamiento regulatorio de la deuda y funcionamiento de los mercados primarios y secundarios de títulos públicos.

Coordinación con la política fiscal

Los responsables de la gestión de la deuda pública deben proporcionar a las autoridades fiscales evaluaciones oportunas y precisas del volumen de emisiones el mercado pueda absorber, basadas en cálculos realistas. Volúmenes de emisión de gran magnitud pueden derivar en un fuerte aumento de los costos de financiamiento y un mayor riesgo de que existan asimetrías entre la oferta y la demanda previstas. En las circunstancias actuales, los administradores de deuda también deben informar a las autoridades fiscales sobre su capacidad para obtener el volumen de financiamiento requerido. Dependiendo de los mecanismos institucionales vigentes, es fundamental que exista coordinación con las autoridades encargadas de la función de tesorería o gestión de caja, a fin de garantizar que se identifiquen oportunamente las necesidades de liquidez y, si fuera necesario, se ajusten los planes de emisión.⁴ Esto también es válido cuando el gobierno cuenta con una estructura de gestión de activos y pasivos soberanos o administra un portafolio de activos significativo.

⁴ Véase FMI (2020b) «Gestión de caja del gobierno en situaciones de tensión fiscal».

Coordinación con la política monetaria

Los cambios en la operación de la política monetaria y la gestión de la deuda pública exigen una coordinación eficaz. Esto se aplica tanto a la política monetaria convencional como a la no convencional. Por ejemplo, las modificaciones en los requisitos de garantía en operaciones de regulación de liquidez (repos) deben ser analizados conjuntamente por las autoridades monetarias y los administradores de deuda debido a que pueden afectar indirectamente los precios y la liquidez de los títulos públicos. En la medida en que el banco central aplique, o prevea aplicar, medidas de política monetaria no convencional (por ejemplo, emisión de títulos del banco central o compras directas de títulos públicos), la coordinación de políticas con los administradores de deuda es aún más importante.

Posibles nuevas funciones y responsabilidades de los administradores de deuda

Los administradores de deuda pueden tener que asumir nuevas responsabilidades. Las políticas en respuesta a la crisis de la COVID-19 contemplan nuevas modalidades de intervención pública en el sector financiero y la economía en general, incluyendo el otorgamiento de garantías. Cuando los administradores de deuda tienen experiencia pertinente, en especial en el contexto de las intervenciones en el sector financiero, el gobierno puede asignarles mayores responsabilidades en relación a dichas políticas, preferentemente en la etapa inicial de su formulación e implementación.

III. MERCADO PRIMARIO: ENFRENTAR CONDICIONES DE FINANCIAMIENTO VOLÁTILES

Los administradores de deuda probablemente tengan que modificar la composición y método de las emisiones en el mercado local.⁵ Dependiendo de las condiciones del mercado, la demanda puede evaporarse rápidamente, en especial para los instrumentos de deuda a largo plazo. Esta situación podría ser particularmente apremiante en casos donde exista una gran proporción de inversionistas no residentes, quienes podrían retirarse del mercado en forma acelerada.

Se plantea entonces una disyuntiva entre flexibilidad y previsibilidad en la gestión de la deuda pública. Cuando los administradores de deuda buscan aumentar la flexibilidad de financiamiento en respuesta a la crisis, por ejemplo proporcionando menos avisos de emisión al mercado, deben comunicar los cambios estratégicos en el plan de emisiones. Además, deben situar dichos cambios en un marco operativo con parámetros bien definidos, de forma tal que los participantes del mercado entiendan las decisiones del gobierno y actúen en consecuencia.

Armonizar los planes de financiamiento con la demanda del mercado y monitorear la base de inversionistas

En condiciones de mercado difíciles, se requiere un mayor contacto con inversionistas locales y no residentes para armonizar los planes de financiamiento con la demanda del mercado. Posiblemente las autoridades deban ser más flexibles y estar dispuestas a modificar dichos planes para responder a la demanda. Por ejemplo, si la demanda aumentara, las autoridades podrían expandir las subastas en forma *ad hoc* o introducir operaciones de gestión de pasivos. Lo ideal es que las subastas sigan siendo competitivas y estén abiertas a todos los

⁵ Véase un análisis detallado de la respuesta a la crisis financiera mundial en lo que respecta a la gestión de la deuda pública, incluidos ejemplos de países específicos, en FMI (2011), «*Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis — Practical Insights and Policy Lessons*».

participantes del mercado. En lo posible, las colocaciones privadas de títulos públicos deben evitarse debido al impacto negativo que generan sobre la liquidez y los precios del mercado.

A los efectos de reducir el riesgo de que las subastas fracasen, es imprescindible armonizar la emisión con la demanda del mercado e intercambiar información con los inversionistas y operadores del mercado primario. Sin embargo, en tiempos de crisis, en virtud de la mayor volatilidad e incertidumbre en el mercado, es probable que algunas subastas encuentren una demanda insuficiente, e incluso se declaren desiertas. Los administradores de deuda deben prepararse de antemano para dicha eventualidad y establecer mecanismos para cubrir déficits de financiamiento y ocuparse de los títulos públicos no vendidos. Esto permitirá dar una respuesta efectiva y presentar un mensaje coherente a las contrapartes externas, contribuyendo a mantener la confianza del mercado.

Dadas las circunstancias actuales, es imprescindible que los administradores de deuda dediquen especial atención a monitorear la base de inversionistas, incluyendo tenedores locales de títulos públicos (sean o no bancos) y tenedores no residentes. En este sentido, revisten especial importancia el análisis sobre la dinámica de los comportamientos de los inversionistas locales y no residentes, así como también la evaluación de medidas adecuadas para la gestión de los riesgos de mercado. Tales medidas incluyen las operaciones de recompra o de canje de deuda, que pueden contribuir a mejorar la determinación de precios (véase más adelante), reducir las presiones del mercado y gestionar los recursos líquidos de forma efectiva. Los administradores de deuda tendrán que informar en forma permanente a las autoridades fiscales y monetarias con respecto a la situación en el mercado de deuda pública. En particular, si las presiones financieras generadas por el retiro de inversionistas residentes y no residentes son tan extremas que podrían desencadenar una crisis, las autoridades fiscales y monetarias podrían evaluar la adopción de medidas puntuales para gestionar los flujos de capitales. Los objetivos, alcance y diseño de estas medidas deben considerarse en el contexto específico de cada país y, en ese sentido, se recomienda contemplarlos en el marco de la opinión institucional del FMI respecto a la política de gestión de flujos de capitales (2018).

En el caso de países que han emitido títulos públicos en mercados internacionales, los administradores de deuda deben evaluar continuamente la capacidad de financiamiento y refinanciamiento en tales mercados, en el contexto de la gestión de riesgos. Para aquellos países que enfrentan vencimientos de eurobonos en el corto plazo y contemplan la posibilidad de refinanciarlos, se recomienda iniciar de inmediato las consultas pertinentes con los bancos que podrían tener una función de coordinación si las operaciones de refinanciamiento se concretaran. En los países que prevén serias dificultades para refinanciar sus pasivos externos de próximo vencimiento, los administradores de deuda y el banco central tendrán que analizar las posibles consecuencias sobre las reservas internacionales y el tipo de cambio. Además, si existen líneas de crédito contingente, los administradores de deuda deben asegurarse de que toda la documentación requerida esté actualizada y que dichas líneas estén disponibles en caso de que se las necesite, incluidos los acuerdos de swap bilaterales y los contratos con entidades bilaterales y multilaterales. Del mismo modo, si existen préstamos no desembolsados de acreedores oficiales o multilaterales, las autoridades pertinentes deben procurar acelerar los desembolsos, especialmente si se trata de préstamos no asociados a proyectos.

Modificar la composición de las emisiones

Para reperfilarse la emisión hacia vencimientos a plazos más cortos, es necesario tener en cuenta las necesidades del sector financiero. El mercado de títulos públicos a corto plazo suele ser más líquido y, en general, permite acceder a tasas de interés menores que los instrumentos de deuda a largo plazo. Cabría esperar entonces que las autoridades opten por reducir su oferta de deuda a largo plazo mientras aumentan la cantidad ofrecida de títulos públicos con plazos más cortos. En este caso, el banco central puede brindar información pertinente sobre la demanda de instrumentos a corto plazo por parte de los bancos comerciales

(quienes los usan, por ejemplo, como garantía en operaciones de regulación de liquidez (repos)). Las autoridades podrían optar por reducir su oferta de deuda a largo plazo en virtud de otras razones, como la dificultad de valorar el riesgo de los títulos públicos de largo plazo y la caída de la demanda por parte de los inversionistas institucionales. Sin embargo, en los países que enfrentan un riesgo de refinanciamiento significativo debido precisamente a la magnitud de los títulos públicos de corto plazo y el deterioro de las condiciones de mercado, podría ser necesario realizar operaciones de gestión de pasivos a los efectos de prorrogar vencimientos y preservar cierto espacio para obtener financiamiento de corto plazo.

Los administradores de deuda pueden contemplar la emisión de nuevos instrumentos cuando prevean dificultades para continuar emitiendo los que ya existen. Por ejemplo, se podrían ofrecer títulos públicos a tasa fija en lugar de tasa variable, o instrumentos denominados en moneda extranjera en lugar de moneda local. Debido a las consecuencias en materia de costos y riesgos que resultan de cambios en los términos financieros de la deuda emitida, es conveniente que las decisiones se realicen en el marco de la Estrategia de Gestión de la Deuda a Mediano Plazo. Asimismo, esas decisiones deben tener presente el trabajo preparatorio que se necesita para formular nuevos instrumentos y la posible demora de la primera emisión.

La pandemia también puede generar interés en la emisión de títulos públicos destinados específicamente al financiamiento de gastos sanitarios y medidas de alivio. La creación y emisión de tales instrumentos de deuda debe realizarse con cautela, pues podría inducir una fragmentación del mercado, reducir la liquidez o aumentar los costos del financiamiento. Del mismo modo, la introducción de instrumentos financieros dirigidos a inversionistas minoristas podría tener consecuencias imprevistas para la estabilidad financiera (por ejemplo, si provocara una reasignación significativa de los depósitos del sector bancario hacia los títulos públicos). Por estos motivos, un enfoque más adecuado consiste en definir con claridad el uso del endeudamiento para financiar gastos sanitarios y medidas de alivio, en vez de crear nuevos instrumentos con fines específicos que puedan restar flexibilidad a la gestión de la deuda pública.

Adaptar el método de las emisiones

Los administradores de deuda también pueden considerar modificaciones del calendario de emisiones (por ejemplo, aumentando su frecuencia) y la utilización de subastas especiales (mini-subastas) y consorcios para ampliar la cantidad de compradores. En países con mercados secundarios relativamente ilíquidos, las tasas de rendimiento del mercado primario suelen tomarse como tasas de referencia para otros mercados. En estos casos, será importante asegurar que las subastas competitivas tengan un nivel de demanda suficiente para evitar que una participación de inversionistas limitada induzca alteraciones en los precios de otros activos financieros. Cuando la incertidumbre sobre los precios se acentúa, podría convenir que los administradores de deuda cambien el método de emisión, reemplazando las subastas competitivas por subastas con precio uniforme. Para el lanzamiento de nuevos instrumentos de deuda pública, podría convenir que se establezcan mecanismos de emisión tales como los consorcios y que se ajusten los vencimientos de dichos instrumentos a la demanda esperada. El proceso de recepción de ofertas permite reducir el riesgo de que una subasta fracase ya que proporciona mayor flexibilidad y control sobre la transacción a los administradores de deuda. En ciertos casos, es posible conseguir financiamiento adicional mediante el uso de métodos no competitivos que involucren a los operadores del mercado primario, o mediante ventas de títulos públicos sin una tasa de referencia.

IV. GESTIÓN DEL MERCADO SECUNDARIO: RESPUESTA A LOS DESAJUSTES DEL MERCADO

Como consecuencia de la COVID-19, además de satisfacer las mayores necesidades de financiamiento y resolver los problemas de liquidez a corto plazo, los administradores de deuda probablemente deban

considerar la realización de operaciones de gestión de pasivos en el mercado local. Puede ser necesaria una intervención activa cuando se observen variaciones significativas en los rendimientos en el mercado secundario, insuficiencia de garantías o dificultades en segmentos específicos de la curva de rendimientos. Las respuestas que se brinden a los desajustes del mercado tendrán que adecuarse a la situación concreta de cada país. Los administradores de deuda podrían intervenir en el mercado secundario para recomprar o canjear aquellos títulos públicos que se han visto perjudicados por la retirada de un número significativo de inversionistas. Por el contrario, en el caso de instrumentos de deuda cuya oferta resulta insuficiente, los administradores de deuda podrían realizar emisiones puntuales o utilizar operaciones de préstamo de títulos públicos que alivien los desajustes del mercado. Cuando corresponda, tales intervenciones deben estar coordinadas con el banco central.

Utilizar herramientas de gestión del mercado

Los administradores de deuda tendrán que evaluar si el conjunto de herramientas de gestión del mercado con las que cuentan es adecuado para resolver las situaciones de tensión que pudieran suscitarse. En particular, deben considerar si es viable utilizar operaciones de préstamo de títulos públicos a los efectos de gestionar los desajustes del mercado sin comprometer la estrategia de financiamiento. Del mismo modo, para mejorar la determinación de precios y la liquidez de mercado, los administradores de deuda deben contemplar la conveniencia de relajar las obligaciones impuestas sobre los operadores del mercado primario. Por ejemplo, se podrían ampliar los diferenciales de compra-venta, reducir las cotizaciones de precio mínimas requeridas y disminuir las participaciones mínimas requeridas en los mercados primario y secundario.

Las recompras de títulos públicos en algunos segmentos de la curva de rendimientos pueden ayudar a aliviar presiones temporarias en el mercado. Sin embargo, cabe destacar que se requieren recursos líquidos para llevar adelante tales operaciones y, en las circunstancias actuales, los gastos sanitarios y medidas de alivio son prioritarias en relación las intervenciones de mercado. Los administradores de deuda que cuentan con acceso a reservas de efectivo (o con la opción de recurrir a fondos del sector público, idealmente en condiciones de mercado) pueden repagar deuda a medida que vence o recomprar deuda a precios de mercado. Estas intervenciones son adecuadas solo en tanto procuren normalizar las condiciones de financiamiento rápidamente. Se debe actuar con cautela y evitar operaciones de recompra significativas en tiempos de gran incertidumbre en el mercado.

También puede ser necesario adoptar otras medidas para aliviar los problemas de liquidez en el mercado. Por ejemplo, es posible modificar el volumen de títulos públicos disponibles a través de operaciones de préstamo de títulos públicos y la determinación de requisitos de garantía en operaciones de regulación de liquidez (repos). Estas medidas deben ser coordinadas con los bancos centrales.

La utilización de herramientas de gestión del mercado exige una comunicación adecuada con los participantes del mercado. A los efectos de evitar interpretaciones erróneas y alimentar una mayor incertidumbre, los administradores de la deuda deben explicar y comunicar las razones por las cuales deciden intervenir en los mercados en situaciones particulares, más allá de las operaciones de financiamiento regulares. Tal comunicación debe alcanzar tanto a los inversionistas y operadores del mercado primario, como al banco central y los organismos reguladores.

V. MONITOREO DE OTROS RIESGOS: PASIVOS CONTINGENTES

Durante períodos de crisis es fundamental monitorear más de cerca los pasivos contingentes existentes. Debido al aumento en las necesidades de financiamiento derivadas de la COVID-19, la materialización de

pasivos contingentes podría elevar considerablemente el total de obligaciones financieras y los costos de financiamiento a corto plazo, intensificando aún más las presiones sobre la liquidez disponible. Resulta imprescindible entonces que los administradores de deuda monitoreen los pasivos contingentes existentes, incluyendo el perfil del servicio de deuda que hubiera recibido garantías. En particular, se debe evaluar en qué medida los métodos de registro y análisis son adecuados. Asimismo, se debe asegurar que las autoridades comprendan los eventos que pueden desencadenar el reconocimiento de pasivos contingentes y los contemplen cuando formulan proyecciones de financiamiento y flujo de caja.

Los administradores de deuda también deberán tener en cuenta los pasivos contingentes nuevos que contraigan como parte de la respuesta a la COVID-19 y sus potenciales efectos sobre las futuras obligaciones de deuda. Es necesario analizar y monitorear los riesgos relacionados con la exposición derivada de garantías otorgadas por el Estado a las entidades del sector privado, los gobiernos subnacionales y las empresas estatales.

Debido a que responsabilidad primaria de los administradores de deuda se refiere al financiamiento del gobierno, puede resultarles difícil realizar un seguimiento exhaustivo de los pasivos contingentes, particularmente en un período de crisis cuando las limitaciones técnicas se agravan. En ese contexto, podría darse prioridad al monitoreo y análisis de los pasivos contingentes de mayor magnitud o con alta probabilidad de que se materialicen. Estas tareas deben realizarse conjuntamente con otras partes del gobierno, incluyendo las unidades encargadas del análisis de riesgos fiscales, si las hubiera.

VI. RESUMEN: UN PLAN DE ACCIÓN PARA RESPONDER A LA CRISIS

Tomando en cuenta todos los temas abordados en esta nota, las siguientes acciones constituyen aspectos fundamentales de una respuesta a la crisis por parte de los administradores de deuda:

- **Abordar de inmediato los riesgos de liquidez:** En estrecha colaboración con las autoridades encargadas de la función de tesorería o gestión de caja, identificar las posibles áreas de riesgo de liquidez: necesidades de liquidez a corto plazo, déficits de ingresos públicos, necesidades de efectivo para atender el servicio de la deuda, necesidades de efectivo imprevistas de parte de empresas estatales y organismos subnacionales, y factores que activan pasivos contingentes.
- **Coordinar políticas entre autoridades del gobierno:** Establecer mecanismos de coordinación con las autoridades fiscales y monetarias, los organismos regulatorios y otras agencias pertinentes, a los efectos de identificar y fijar un orden de prioridades para los desafíos que se enfrentan.
- **Consultar con la comunidad de inversionistas y acreedores:** Establecer mecanismos de comunicación y consulta con la comunidad de inversionistas y operadores del mercado primario, así como también con acreedores oficiales e instituciones financieras internacionales, a los efectos de ampliar las oportunidades de acceso a financiamiento y comprender el interés del mercado por los instrumentos de deuda pública.
- **Revisar la Estrategia de Gestión de Deuda y el Plan Anual de Endeudamiento:** Sobre la base del marco estratégico de gestión de la deuda pública, realizar cambios en los planes de emisión, adaptando los volúmenes, composición y método de las emisiones, según corresponda.
- **Utilizar herramientas de gestión de mercado cuando sea posible:** Apoyar al mercado secundario mediante la utilización de herramientas de gestión del mercado, al tiempo que se administran los recursos de efectivo de manera eficaz.
- **Mejorar la supervisión del riesgo:** Realizar un mayor seguimiento de la cartera de deuda y los pasivos contingentes.

- **Utilizar las comunicaciones de manera proactiva:** Comunicar a la comunidad de inversionistas y acreedores las modificaciones que pudieran decidirse con respecto a los planes de emisión, las prácticas de mercado y la estrategia de financiamiento.
- **Ser receptivo y adaptar los planes según corresponda:** Reconocer que puede ser necesario revisar o adaptar los planes de financiamiento cuando se observan cambios en las condiciones del mercado.

REFERENCIAS

ANEXO 1. La gestión de la deuda pública en respuesta a la crisis financiera mundial

A continuación se reproducen cuadros extraídos de FMI (2011), donde se reseña diversas medidas operativas en respuesta a la crisis que fueron adoptadas por los administradores de deuda soberana en países con acceso a financiamiento de mercado. Las medidas se agrupan en tres enfoques amplios: i) modificar la composición de las emisiones; ii) adaptar los métodos de financiamiento; y iii) incrementar las operaciones de gestión del mercado.

CUADRO 1. Respuestas de las economías avanzadas

País	Combinación ajustada de instrumentos	Técnica de emisión primaria adaptada	Pasos para apoyar el funcionamiento del mercado	Otros hechos destacados
Bélgica	Introdujo un programa de euronotas o europagarés a mediano plazo (EMTN, por su siglas en inglés) en 2008; inicialmente, aumentó la emisión de instrumentos a corto plazo (incluso en moneda extranjera).	Aumentó la emisión de deuda a largo plazo. Aumentó la proporción de colocaciones privadas y mediante consorcios (incluso con una mayor emisión de notas de deuda pública y bonos del Tesoro de Bélgica). Duplicó temporalmente la cantidad de subastas en el primer semestre de 2009.	Adaptó las obligaciones de cotización de los operadores del mercado primario, inicialmente conforme a disposiciones aplicables a circunstancias excepcionales del mercado, para luego adoptar la medición de rendimientos comparables con carácter permanente.	Se encargó al Tesoro la tarea de administrar las garantías del Estado para los bancos; se realizaron reuniones periódicas de un comité de supervisión establecido para evaluar el riesgo de ejecución de las garantías.
Alemania	Aumentó la emisión de deuda a largo plazo; aumentó la emisión en moneda extranjera.		Mantiene una presencia continua en el mercado secundario que le permite atenuar de manera continua los desajustes temporales del mercado.	
Italia		En las subastas de precios uniformes, el Tesoro pasó de anunciar un volumen fijo de emisión a un rango de emisión.	Se ofrecen bonos de emisiones previas (<i>off-the-run</i>) en respuesta a condiciones de mercado muy volátiles.	

		La amplitud de este rango para las subastas se calibra de acuerdo con las condiciones de mercado.	También se prorrogó el momento de la reapertura de bonos para los operadores del mercado primario a precios no competitivos.	
Reino Unido	En un comienzo aumentó la proporción de instrumentos a corto plazo pero posteriormente los ha refinanciado con bonos a largo plazo.	Introdujo un mecanismo de opción de compra adicional posterior a la subasta; introdujo minisubastas para complementar el plan central de subastas; aumentó la proporción de emisión a través de consorcios.	Se asoció con el Banco de Inglaterra para la implementación del Régimen Especial de Liquidez, coordinó con el Banco el régimen de compra de bonos.	Coordinó con el Tesoro Británico la implementación y operación del régimen de garantías de créditos y un régimen de garantías con respaldo de activos para los bancos.
Estados Unidos	Reintrodujo los vencimientos a tres años; inicialmente aumentó la proporción de instrumentos a corto plazo; desde 2009 ha aumentado la proporción de bonos vinculados a la inflación y vencimientos a más largo plazo.		Coordinó con la Reserva Federal el programa de recompra de bonos.	Coordinó con la Reserva Federal la administración de activos tóxicos adquiridos de AIG y Bear Stearns.

CUADRO 2. Respuestas de mercados emergentes

País	Combinación ajustada de instrumentos	Técnica de emisión primaria adaptada	Pasos para apoyar el funcionamiento del mercado	Otros hechos destacados
Brasil			Realizó recompras y canjes de deuda ad hoc. Introdujo un programa regular de recompras de bonos con tasa fija a largo plazo.	

Hungría	Dejó de emitir bonos con tasa fija a largo plazo; introdujo notas con tasa variable; introdujo nuevos instrumentos vinculados a la inflación dirigidos a inversionistas particulares; aumentó la proporción de emisiones en moneda extranjera.	Mayor flexibilidad en los volúmenes ofrecidos y en el calendario de subastas (subastas de bonos dos veces por semana pero sin plazos en el calendario). Introdujo un mecanismo de subastas no competitivas.	Se realizaron subastas de recompra con mayor frecuencia, en particular en bonos a más largo plazo. Reapertura más frecuente/oferta de bonos de emisiones previas.	Introdujo reuniones directas y periódicas con inversionistas institucionales.
Corea	Suspensión la emisión de bonos vinculados a la inflación; en un comienzo, limitó la emisión de bonos a largo plazo.	El formato de precio único de las subastas se modificó a un formato de precios múltiples.	Ofreció mecanismo de recompra para instrumentos vinculados a la inflación. También se introdujo la posibilidad de conversión.	
México			Realizó operaciones de gestión de mercado a través de recompras y canjes de deuda.	
Turquía	En un comienzo redujo la emisión de bonos a tasa nominal fija; introdujo bonos innovadores ligados a la recaudación fiscal para ampliar la base de inversionistas; posteriormente, introdujo un nuevo bono con tasa fija a diez años (2009).	El bono ligado a la recaudación se vendió mediante colocaciones privadas.	Aumentó la escala del programa de canje de deuda, es decir, se pusieron bonos a disposición de los operadores del mercado primario para canjear al realizar las nuevas emisiones.	