

## PARTE I - CÓMO PONER EN PRÁCTICA LAS DIRECTRICES

### I. INTRODUCCIÓN

13. En general, la cartera de la deuda pública es la cartera financiera más grande de un país. Frecuentemente contiene estructuras financieras complejas y puede crear riesgos considerables para el balance del gobierno. De igual modo, una cartera de deuda grande y mal estructurada puede hacer que el gobierno sea más vulnerable a las perturbaciones económicas y financieras; de hecho, con frecuencia ha constituido un factor crucial en las crisis económicas. En vista de la importante función que puede desempeñar la gestión de la deuda pública para ayudar a los países a enfrentar las perturbaciones económicas y financieras, el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI)<sup>1</sup> solicitó que el personal del FMI y el Banco Mundial colaborara con expertos en gestión de la deuda de los países a fin de formular un conjunto de directrices sobre la gestión de la deuda pública que ayude a los países a reducir su vulnerabilidad financiera. La solicitud del CMFI, que fue respaldada por el Foro de Estabilidad Financiera, formaba parte de un esfuerzo por establecer principios generales para ayudar a los gobiernos a mejorar la calidad de sus marcos de políticas con miras a controlar los efectos de la volatilidad del sistema monetario y financiero internacional.

14. Al incluir a las autoridades nacionales encargadas de administrar la deuda en la elaboración de las directrices, el proceso procuraba fortalecer el sentido de identificación de los países con dichas directrices y ayudarlos a hacer suyos los procedimientos sólidos en la materia. Los administradores de la deuda pública de unos 30 países contribuyeron con sus observaciones a un proyecto de directrices que se sometió a consideración de los Directorios Ejecutivos del FMI y el Banco Mundial en julio de 2000. Tras estas deliberaciones, más de 300 representantes de 122 países asistieron a cinco conferencias de consulta sobre las directrices que se celebraron en Abu Dhabi, Emiratos Árabes Unidos; la Región Administrativa Especial de Hong Kong; Johannesburgo, Sudáfrica; Londres, Reino Unido y Santiago, Chile<sup>2</sup>. Los comentarios formulados en estas conferencias se tomaron en cuenta en la versión definitiva aprobada por los Directorios Ejecutivos de ambas instituciones en marzo de 2001, que fue respaldada por el CMFI y por el Comité para el Desarrollo<sup>3</sup> en sus reuniones de abril de 2001. Desde esa fecha, las Directrices pueden encontrarse en los sitios del FMI y el Banco Mundial en Internet en cinco

---

<sup>1</sup>El CMFI es el órgano asesor que informa a la Junta de Gobernadores del FMI sobre temas relacionados con la gestión del sistema monetario y financiero internacional.

<sup>2</sup>Asimismo, el personal del FMI y el Banco Mundial participó en un seminario sobre deuda y gestión fiscal que se celebró en Whistler, Canadá, al que asistieron representantes de los países del hemisferio occidental, y donde se consideró el proyecto de directrices.

<sup>3</sup>El Comité para el Desarrollo de las Juntas de Gobernadores del FMI y el Banco Mundial asesora a los Gobernadores de ambas instituciones sobre temas decisivos en materia de desarrollo y acerca de los recursos financieros que se requieren para promover el desarrollo económico de los países en desarrollo.

idiomas (inglés, francés, español, ruso y árabe). Además, ambas instituciones publicaron una versión impresa en papel en septiembre de 2001<sup>4</sup>. Las directrices se resumen en el apéndice I.

15. En el curso de sus deliberaciones, los Directores Ejecutivos del FMI y el Banco Mundial solicitaron a los funcionarios de ambas instituciones que prepararan un documento complementario de las directrices que incluya ejemplos de estudios de caso de países en los que se están estableciendo sistemas sólidos de gestión de la deuda pública. Al mismo tiempo, ambos Directorios solicitaron que dicho informe no amplíe ni complemente las directrices sino que, más bien, esboce la experiencia de varios países a través de estudios de caso. Por consiguiente, el personal del FMI y el Banco Mundial ha preparado el presente documento, en el que se incluyen 18 casos que ilustran la manera en que una serie de países de todo el mundo, que se encuentran en diferentes etapas de desarrollo económico y financiero, están desarrollando su capacidad de gestión de la deuda de manera congruente con las directrices. Puede observarse la diversidad de países representados en los estudios de caso por los indicadores económicos y financieros que se presentan en el cuadro 1. La experiencia de estos países seguramente ofrecerá sugerencias prácticas útiles sobre el tipo de medidas que pueden tomar otros países a medida que tratan de desarrollar su capacidad de gestión de la deuda pública.

16. De conformidad con el proceso adoptado para las directrices, durante la elaboración del documento complementario se ha procurado fomentar el sentido de identificación de los países con el producto y cerciorarse de que las descripciones de los procedimientos utilizados en cada país, así como las lecciones derivadas de los mismos, estén bien fundados. Los 18 estudios fueron preparados por los administradores de la deuda pública de los respectivos países y coordinados por el personal del FMI y el Banco Mundial. Comprenden tanto las actividades de gestión de la deuda interna como las de financiamiento externo. Una vez recopilada la información y preparados los borradores iniciales de los estudios de caso, se invitó a los funcionarios que participaron en la elaboración de dichos estudios a una conferencia de consulta que se celebró en Washington en septiembre de 2002 para examinar las conclusiones derivadas de cada caso por parte del personal del FMI y el Banco Mundial, así como el documento en su totalidad.

#### **A. ¿Qué es la gestión de la deuda pública y por qué es importante?**

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

18. En el contexto macroeconómico más amplio de la administración pública, los gobiernos deberán tratar de conseguir que tanto el nivel como la tasa de crecimiento de la deuda pública

---

<sup>4</sup>Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, 2001, *Directrices para la gestión de la deuda pública* (Washington).

Cuadro 1. Algunos indicadores macroeconómicos y financieros en 2001 para los países de los estudios de caso

	PIB per cápita nominal (US\$)	Deuda neta del gobierno general		Capitalización de la bolsa (Datos de 1999)	Calificación de Standard and Poor's de la deuda a largo plazo		Calificación de Moody de la deuda a largo plazo
		Dinero en sentido amplio (M2)	(Porcentaje del PIB)		Divisas	Moneda Local	
Brasil	2,986	56	25	30	BB-	BB+	B1
Colombia	2,021	47 1/	31	13	BB	BBB	Ba2
Dinamarca	30,160	39	39	60	AAA	AAA	Aaa
Eslovenia	10,605	1	52	11	A	AA	A2
Estados Unidos	36,716	42	53	182	AAA	AAA	Aaa
India	466	90	65	41	BB	BBB-	Ba2
Irlanda	26,596	25	n.d. 2/	45	AAA	AAA	Aaa
Italia	18,904	104	n.d. 2/	62	AA	AA	Aaa
Jamaica	3,758	130 3/	44	38	B+	BB-	Ba3
Japón	32,637	66	131	105	AA	AA	Aa1
Marruecos	1,147	76	75	39	BB	BBB	Ba1
México	6,031	42	29	32	BBB-	A-	Baa2
Nueva Zelandia	12,687	18	89	52	AA+	AAA	Aa2
Polonia	4,562	36	46	19	BBB+	A+	Baa1
Portugal	10,587	59 1/	n.d. 2/	58	AA	AA	Aa2
Reino Unido	23,765	31	95	203	AAA	AAA	Aaa
Sudáfrica	2,490	43 1/	60	200	BBB-	A-	Baa2
Suecia	23,547	-3	46	156	AA+	AAA	Aa1

Fuente: *Perspectivas de la Economía Mundial* (FMI), bases de datos Bankscope y estimaciones del personal del FMI.

1/ Deuda bruta como porcentaje del PIB.

2/ No se dispone de los datos correspondientes al M2 a nivel nacional de los miembros de la Unión Monetaria Europea.

3/ Cierre del ejercicio fiscal 2001/2002.

sean fundamentalmente sostenibles y pueda atenderse su servicio en muy diversas circunstancias, al tiempo que se satisfacen los objetivos de costo y riesgo. Los que administran la deuda pública comparten el interés de los asesores de la política fiscal y monetaria para que el endeudamiento del sector público se mantenga en una trayectoria sostenible y para que haya una estrategia creíble que reduzca los niveles excesivos de deuda. Los administradores de la deuda deberán cerciorarse de que las autoridades fiscales son conscientes del impacto que la necesidad de financiamiento del gobierno y el nivel de endeudamiento producen en el costo de los empréstitos<sup>5</sup>. Los indicadores relacionados con el nivel sostenible de deuda incluyen, por

<sup>5</sup>Un nivel excesivo de endeudamiento que lleve a tasas de interés más elevadas puede influir negativamente sobre el producto real. Véase, por ejemplo, A. Alesina, M. de Broeck, A. Prati y G. Tabellini, "Default Risk on Government Debt in OECD Countries", en *Economic Policy: A European Forum* (octubre de 1992), págs. 428–463.

ejemplo, el coeficiente de servicio de la deuda del sector público y la relación entre deuda pública y PIB y deuda pública e ingresos tributarios<sup>6</sup>.

19. Todos los gobiernos tienen opciones de política en cuanto a los objetivos de la gestión de la deuda, sus preferencias en cuanto a la tolerancia de riesgo, qué parte del balance del gobierno es responsabilidad de los administradores de la deuda, cómo administrar los pasivos contingentes y cómo lograr una gobernación de la gestión de la deuda pública. En lo que se refiere a muchos de estos temas, la comunidad mundial que se ocupa de la gestión de la deuda está cada vez más de acuerdo en torno a los procedimientos más prudentes que deben aplicarse a la gestión de la deuda soberana y que pueden, además, reducir la vulnerabilidad al contagio y a las perturbaciones financieras. Entre éstos se encuentran: i) reconocimiento de las ventajas de contar con objetivos claros de gestión de la deuda; ii) ponderación de los riesgos frente a los costos; iii) la separación y coordinación de los objetivos y responsabilidades de gestión de la deuda y de gestión monetaria; iv) límites a la expansión de la deuda; v) la necesidad de administrar cuidadosamente los riesgos de refinanciamiento y del mercado, así como el costo de los intereses de la carga de la deuda; vi) la necesidad de establecer una estructura y políticas institucionales sólidas para reducir los riesgos operativos, incluida una delegación clara de funciones, así como una definición de las responsabilidades respectivas de los organismos públicos que trabajan en la gestión de la deuda; y vii) la necesidad de identificar y manejar cuidadosamente los riesgos asociados a los pasivos contingentes.

20. Con frecuencia, los problemas de gestión de la deuda pública se deben a que las autoridades no prestan suficiente atención a las ventajas que implica contar con una estrategia prudente de gestión de la deuda ni a los costos relacionados con una gestión macroeconómica deficiente y con niveles de deuda excesivos. En cuanto al primero, las autoridades deberían prestar mayor atención a las ventajas de contar con una estrategia, marco y políticas prudentes de gestión de la deuda, que estén coordinados con un marco sólido de políticas macroeconómicas. En cuanto al segundo, una política fiscal, monetaria o cambiaria inapropiada genera incertidumbre en los mercados financieros respecto al rendimiento futuro de las inversiones denominadas en moneda local, induciendo a los inversionistas a exigir primas de riesgo más altas. En particular, en los mercados de los países en desarrollo y emergentes, puede que los prestamistas y prestatarios decidan no asumir compromisos a largo plazo; ello puede frenar el desarrollo de los mercados financieros internos y representar un grave obstáculo a los esfuerzos que despliegan los administradores de la deuda para proteger al gobierno de un riesgo excesivo de refinanciamiento y del riesgo cambiario. Un buen historial de políticas macroeconómicas sólidas puede contribuir a reducir estas incertidumbres. Esto debe verse acompañado por una infraestructura técnica apropiada, por ejemplo, un sistema central de registro, pagos y liquidación, para facilitar el desarrollo de los mercados financieros internos.

---

<sup>6</sup>Véase la página 1 de *Directrices para la gestión de la deuda pública*. En Fondo Monetario Internacional, 2000, *Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability* (SM/00/65) se examinan los indicadores de la vulnerabilidad externa de un país.

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

22. La magnitud y complejidad de la cartera de deuda de un gobierno suele generar considerables riesgos para el balance del gobierno y para la estabilidad financiera del país. Como lo señaló el Grupo de Trabajo sobre Corrientes de Capital establecido por el Foro sobre Estabilidad Financiera, “la experiencia reciente pone de manifiesto la necesidad de que los gobiernos reduzcan la acumulación de posiciones de liquidez y otros riesgos que hacen especialmente vulnerables a sus economías frente a las perturbaciones externas”<sup>7</sup>. Por lo tanto, una gestión adecuada del riesgo por parte del sector público es también esencial a los efectos de la gestión del riesgo por parte de otros sectores de la economía, “porque lo habitual es que las diferentes entidades del sector privado se vean confrontadas con enormes problemas cuando una inadecuada gestión del riesgo soberano genera vulnerabilidad a una crisis de liquidez”. La estructura adecuada de la deuda ayuda al gobierno a reducir su exposición a los riesgos de tasa de interés, moneda y otros riesgos. A veces el riesgo puede obviarse fácilmente mediante medidas relativamente sencillas, como ampliación de los vencimientos de la deuda y pago del consiguiente encarecimiento del servicio de la deuda (suponiendo una curva de rentabilidad de pendiente ascendente), reajuste del volumen, los plazos de vencimiento o la composición de las reservas de divisas y revisión de los criterios y las modalidades administrativas sobre pasivos contingentes.

23. Sin embargo, se imponen límites sobre lo que puede hacer, por sí sola, una política sólida de gestión de la deuda. Asimismo, la gestión adecuada de la deuda no es una panacea, ni dispensa que la gestión en el terreno fiscal y monetario deba ser la correcta. Si el contexto de política macroeconómica es insatisfactorio no basta, para prevenir una crisis, con realizar una gestión adecuada de la deuda soberana. Pero las medidas apropiadas de gestión de la deuda pueden reducir la susceptibilidad al contagio y al riesgo financiero, pues cumplen una función catalizadora conducente a un mayor desarrollo del mercado financiero y al fomento de la actividad financiera.

---

<sup>7</sup>Foro sobre Estabilidad Financiera, “Informe del Grupo de Trabajo sobre Corrientes de Capital”, 5 de abril de 2000, pág. 2.

## B. Objeto de las directrices

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

25. Las directrices se refieren a la deuda pública interna y externa y abarcan una amplia gama de títulos financieros frente al gobierno. Se procura con ellas identificar temas de amplio acuerdo sobre el concepto general de buenas prácticas para la gestión de la deuda pública. La atención se centra en principios aplicables a una amplia gama de países en diferentes etapas de desarrollo y con diversas estructuras institucionales para la gestión de la deuda nacional. No deben concebirse como un conjunto de prácticas de cumplimiento forzoso ni normas o códigos obligatorios. Tampoco debe pensarse que solo haya un conjunto de prácticas o fórmulas adecuadas aplicable a todos los países en todas las situaciones. Adquirir la capacidad para gestionar la deuda soberana puede llevar varios años, y las situaciones y necesidades varían mucho de un país a otro. Con estas directrices se quiere ayudar sobre todo a los responsables de la política económica difundiendo las prácticas bien concebidas que han adoptado los países miembros en materia de estrategia y operaciones de gestión de la deuda. Su implementación variará en cada caso, en función de las circunstancias de cada país, por ejemplo, del desarrollo financiero. Los países pobres muy endeudados (PPME) enfrentan retos especiales en este sentido<sup>8</sup>. En general, los plazos y condiciones del alivio de la deuda aplicables a estos países incluyen disposiciones sobre la necesidad de mejorar las prácticas de gestión de la deuda de manera congruente con las directrices (recuadro 1).

---

<sup>8</sup>Hay 41 PPME. La lista, así como una descripción general de la iniciativa para los PPME, pueden encontrarse en *Debt Relief for Poverty Reduction: The Role of the Enhanced HIPC Initiative*, del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial (Washington, 2001).

### Recuadro 1. Aplicación de las directrices a los PPME

El Banco Mundial y el FMI crearon la Iniciativa para los países pobres muy endeudados (PPME) en 1996 (reforzada después en 1999) como un programa general encaminado a eliminar la deuda insostenible de los países más pobres y más endeudados del mundo. La Iniciativa ha sido concebida para ayudar a los PPME que demuestren un sólido historial de ajuste y reforma económicos, y que cumplan ciertos requisitos, a alcanzar una situación de deuda viable a mediano plazo a través del suministro de alivio para la misma. Muchos consideran que uno de los factores que más contribuyó a la acumulación insostenible de la deuda en estos países fue el hecho de que no se prestara suficiente atención a la gestión de la deuda pública. Junto con políticas macroeconómicas sólidas, la gestión prudente de la deuda en los PPME sigue siendo de importancia fundamental para garantizar una solución duradera a la carga insostenible de la deuda.

Un estudio reciente llevado a cabo por funcionarios del Banco Mundial y el FMI revela que persisten deficiencias importantes en la gestión de la deuda de los PPME, sobre todo en lo que respecta al diseño de sus marcos jurídico e institucional, la coordinación de la gestión de la deuda con las políticas macroeconómicas, las nuevas políticas sobre la obtención de préstamos, y las necesidades de recursos humanos y técnicos para cumplir con las funciones básicas relativas a la gestión de la deuda<sup>1/</sup>. En cuanto al marco jurídico, aunque casi todos los PPME cuentan con un instrumento jurídico explícito que se aplica a la unidad encargada de la gestión de la deuda y a sus funciones, dicho marco no siempre se ha definido claramente ni se ha puesto en práctica de manera apropiada. Asimismo, es preciso fortalecer la transparencia y la rendición de cuentas sobre la gestión de la deuda, incluido el acceso del público a la información acerca de la misma. Las responsabilidades institucionales en materia de gestión de la deuda en muchos PPME tampoco se han definido ni coordinado claramente. Más aún, sus actividades de gestión de la deuda se han visto menoscabadas por una serie de deficiencias institucionales y de capacidad de implementación debido a que los recursos humanos, técnicos y financieros son insuficientes. Con miras a superar estas dificultades, un primer paso podría ser el establecimiento de marcos claros y transparentes de carácter jurídico e institucional. Las directrices, así como las lecciones sobre la gobernación derivadas de los estudios de caso, pueden ayudar a los PPME a fortalecer sus marcos jurídico e institucional en lo que atañe a la gestión de la deuda. Hacen hincapié, por ejemplo, en la manera en que el Parlamento y el Consejo de Ministros pueden delegar en los administradores de la deuda las facultades para obtener préstamos con mecanismos apropiados de rendición de cuentas, en las ventajas de centralizar las actividades de gestión de la deuda en una sola unidad, y en maneras de introducir controles apropiados para enfrentar los riesgos operativos asociados a las actividades de gestión de la deuda. Asimismo, las directrices ilustran las medidas adoptadas por algunos países para obtener un mayor control sobre los pasivos contingentes emitidos en nombre del gobierno.

En lo que se refiere a la coordinación de políticas, el estudio mostró que menos de la mitad de los PPME cuenta con una estrategia integral previsible enfocada en la viabilidad de la deuda a mediano plazo. Muchos no llevan a cabo un análisis periódico de la viabilidad de la deuda, y hay muy poca coordinación de información entre las unidades encargadas de la deuda y otros organismos que participan en la gestión macroeconómica. Es evidente que la coordinación de la gestión de la deuda con las políticas macroeconómicas, así como el análisis periódico de la viabilidad de la deuda, son de importancia crucial, no solo para cumplir los requisitos de la Iniciativa para los PPME sino, además, para que estos países no vuelvan a caer en una situación de endeudamiento insostenible. De hecho, es de importancia fundamental que exista una relación estrecha entre, por una parte, las dependencias encargadas del presupuesto, la administración de caja y la planificación y, por la otra, la unidad de gestión de la deuda. Las directrices y las lecciones derivadas de los estudios de caso arrojan ideas sobre la manera de formular estrategias de gestión de la deuda que presten atención a las repercusiones en el mediano y largo plazo de las políticas económicas y a las consecuencias que recaen sobre la viabilidad de la deuda. Por ejemplo, muestran la manera en que varios países han establecido vínculos entre los administradores de la deuda, los administradores de caja y las autoridades monetarias y fiscales para garantizar el intercambio regular de información pertinente y para que sus respectivas políticas y operaciones se coordinen de manera apropiada.

### Recuadro 1. (conclusión)

Las cargas insostenibles de la deuda de los PPME también han sido el resultado de políticas poco sólidas relacionadas con la obtención de nuevos préstamos, aun después de haberse beneficiado de condiciones concesionarias, incluidas reprogramaciones. A la fecha, hasta dos tercios de estos países todavía no cuentan con un marco de políticas sólido para la obtención de nuevos préstamos, consecuencia directa de no haber formulado todavía un estrategia integral para la deuda, y debido que muchos carecen de información completa sobre el volumen total de la deuda en el que han incurrido o que han garantizado. Asimismo, aunque en algunos países de bajos ingresos, incluidos los PPME, la deuda interna se ha convertido en un aspecto importante de la viabilidad fiscal, sus mercados financieros internos subdesarrollados limitan mucho el papel de la deuda interna. Si estos países desean lograr una sostenibilidad de largo plazo más allá del punto de culminación de la Iniciativa para los PPME, tendrán que establecer estrategias de obtención de préstamos claras, transparentes y viables, y comenzar a establecer un mercado de deuda interna para ampliar la gama de opciones a su disposición para la obtención de préstamos. Las directrices y los estudios de caso ofrecen algunas lecciones sobre la manera en que se podría implantar un marco que no solo pueda utilizarse para formular una estrategia global de gestión de la deuda, incluidas nuevas políticas sobre la obtención de préstamos y la creación de mercados de deuda internos, sino también para permitir a los administradores de la deuda identificar y manejar los costos y los riesgos previstos de la cartera de deuda del gobierno. Por ejemplo, las directrices y los estudios hacen hincapié en las ventajas que ofrece el enfoque de gestión de los activos-pasivos para evaluar el costo del servicio de la deuda en diferentes estrategias de obtención de préstamos al mismo tiempo que se analizan las características financieras de los ingresos, gastos y activos financieros del gobierno. De hecho, las directrices alientan a los administradores de la deuda a realizar pruebas de esfuerzo de los resultados obtenidos a fin de que los encargados de la estrategia de la deuda sepan cómo se desempeñará la estrategia seleccionada en una serie de contextos económicos y financieros. Indican la manera en que una mayor transparencia en las actividades de gestión de la deuda y en la selección de los instrumentos de endeudamiento puede servir para promover el desarrollo de un mercado líquido para los títulos públicos internos.

Para poder establecer sistemas sólidos de gestión de la deuda congruentes con las directrices y desarrollar su capacidad de gestión de la deuda, los PPME continuarán requiriendo asistencia técnica. La viabilidad de la deuda a largo plazo debe interpretarse no solo en relación con la carga de la deuda sino también en función de las estructuras, procesos y servicios de información gerencial que se requieren para administrar la carga de la deuda de manera eficaz. En sí, el proceso PPME toma en cuenta este aspecto concentrándose en cuestiones tales como las necesidades de asistencia técnica de los PPME que están alcanzando el punto de decisión. Al mismo tiempo, los países mismos deben complementar los esfuerzos de asistencia identificando al personal de las unidades encargadas de la deuda que podría beneficiarse de la asistencia técnica. Asimismo, para el éxito de cualquier esfuerzo destinado a fortalecer la capacidad de gestión de la deuda, es esencial contar con un apoyo político integral.

En general, aunque las directrices y las lecciones derivadas de los estudios de caso deberían aplicarse a todos los países que estén tratando de establecer marcos de políticas y desarrollar su capacidad de gestión de la deuda, son especialmente pertinentes para los PPME, ya que no solo contribuyen a alcanzar los puntos de decisión y de culminación de la Iniciativa para los PPME sino que, un factor más importante aún, pueden ayudar a garantizar que la viabilidad de la deuda se mantenga por muchos años.

---

<sup>1/</sup>Véase *External Debt Management in Heavily Indebted Poor Countries*, Documento de debate del Directorio, AIF/SecM2002-0148, Washington, D.C., 2002.



26. La creación de capacidad en materia de deuda soberana puede llevar varios años, y la situación y necesidades de cada país son diferentes. Esas necesidades dependerán de las limitaciones para el acceso del país al mercado de capital, del régimen cambiario, de la calidad de su política macroeconómica, fiscal y reguladora, de la eficacia de su gestión presupuestaria, de su capacidad institucional para elaborar e implementar reformas y de su solvencia crediticia. En consecuencia, el desarrollo de la capacidad y la asistencia técnica deberán ajustarse cuidadosamente al logro de las metas de política que se hayan determinado, al tiempo que se tiene en cuenta las circunstancias de política existentes, el marco institucional, la tecnología, y los recursos humanos y financieros de que se dispone. Las directrices podrán ser de ayuda para los asesores y los formuladores de la política económica ocupados en la elaboración de reformas de la gestión de la deuda pública, pues plantean aspectos de gestión pública que son pertinentes en todos los países. Esto es cierto si la deuda pública comprende títulos negociables o empréstitos de fuentes bilaterales o multilaterales oficiales, si bien las medidas concretas que hayan de tomarse serán distintas en función de las circunstancias de cada país.

## II. LECCIONES DE LOS ESTUDIOS DE PAÍS

27. En el presente capítulo figuran las lecciones principales derivadas de 18 estudios de país contenidos en la Parte II de este documento, más los resultados de una encuesta sobre las prácticas de gestión de la deuda, que se resumen en el cuadro 2, donde se describe la manera en que muchos países que se encuentran en diferentes etapas de desarrollo económico y financiero están formulando sus procedimientos de gestión de la deuda de forma congruente con las directrices. El objetivo es resaltar las diferentes maneras en que los países pueden mejorar sus actividades de gestión de la deuda mostrando la diversidad de modalidades en que los principios clave que figuran en las directrices se han aplicado en la práctica. Las referencias a prácticas específicas que figuran en los estudios de caso demuestran cómo se aplican las directrices. Para mayor información sobre las prácticas individuales de los países debe consultarse la Parte II del documento. También se hace referencia a las repercusiones que tienen estas prácticas sobre los países que están tratando de mejorar sus propias capacidades de gestión de la deuda. Las conclusiones se han agrupado de conformidad con las seis secciones de las directrices, a saber, objetivos de la gestión de la deuda y coordinación con las políticas fiscales y monetarias; transparencia y rendición de cuentas de las actividades de gestión de la deuda; marco institucional para las actividades de gestión de la deuda; estrategia para la gestión de la deuda; marco para la gestión del riesgo; y desarrollo y mantenimiento de un eficiente mercado de valores del Estado.

Cuadro 2. Encuesta sobre las prácticas de gestión de la deuda

		Si	No	
<b><i>Marco institucional</i></b>				
Autorización de endeudamiento anual	14	78%	4	22%
Tope de endeudamiento	10	56%	8	44%
Programas de endeudamiento en moneda nacional y extranjera administrados en forma conjunta	13	76%	4	24%
Entidad independiente de administración de la deuda	4	22%	14	78%
Oficina de formulación de estrategias y de servicios auxiliares independientes	15	83%	3	17%
Oficina de análisis y control de riesgos independiente	12	67%	6	33%
Directrices oficiales para la gestión del riesgo de mercado y de crédito	10	56%	8	44%
Informes anuales de la gestión de la deuda	15	83%	3	17%
Examen por homólogos externos de las actividades de gestión de la deuda	10	63%	6	38%
Auditorías anuales de las transacciones de gestión de la deuda pública	16	89%	2	11%
Directrices sobre el código de conducta y conflicto de intereses para el personal de gestión de la deuda	12	67%	6	33%
Procedimientos en funcionamiento para la recuperación de las empresas	11	69%	4	25%
<b><i>Gestión de cartera</i></b>				
Pruebas de esfuerzo de las exposiciones al riesgo de mercado	10	59%	7	41%
Operaciones con miras a obtener utilidades por movimientos inesperados de las tasas de interés o el tipo de cambio	5	29%	12	71%
Saldos de caja del sector gobierno administrados por separado de la deuda	11	65%	6	35%
Endeudamiento en moneda extranjera integrado con la gestión de las reservas de divisas	5	31%	11	69%
Se aplica informática especializada para la gestión del riesgo	9	56%	7	44%

Cuadro 2. Encuesta sobre las prácticas de gestión de la deuda (conclusión)

<b><i>Estructura del mercado primario para la deuda pública</i></b>				
Se utilizan subastas para emitir deuda interna	18	100%	0	0%
UP = Precio uniforme	10	56%	8	44%
MP = Precio múltiple	15	83%	3	17%
Se utilizan consorcios a precio fijo para emitir deuda interna	5	28%	13	72%
Emisiones de referencia para el mercado interno	16	89%	2	11%
Calendario de subastas preanunciado	17	94%	1	6%
El banco central participa en el mercado primario	6	33%	12	67%
únicamente en forma no competitiva	6	43%	8	57%
Sistema de operador primario	13	72%	5	28%
Acceso universal a las subastas	10	56%	8	44%
Límites a la participación externa	1	6%	17	94%
Cláusula de acción colectiva, emisiones internas	0	0%	18	100%
Cláusula de acción colectiva, emisiones externas	6	33%	12	67%
<b><i>Mercado primario para la deuda pública</i></b>				
Mercado extrabursátil	15	88%	2	12%
Mecanismo de mercado mediante negociación en bolsa	14	82%	3	18%
Los sistemas de compensación y liquidación presentan prácticas sólidas	17	94%	1	6%
Límites a la participación externa	1	6%	17	94%
<b><i>Estadísticas de la gestión de cartera: Parámetros estratégicos</i></b>				
Duración	11	65%	6	35%
Plazo hasta el vencimiento	12	71%	5	29%
Relación fijo-flotante	12	71%	5	29%
Composición monetaria	14	88%	2	13%
¿Se divulgan al público los parámetros de referencia?	8	50%	8	50%
Uso de derivados	9	56%	7	44%

Nota: Los porcentajes se calculan basándose en el número de respuestas a cada pregunta, ya que algunos países no respondieron a todas las preguntas.

## A. Objetivos y coordinación de la gestión de la deuda

28. Las directrices de la presente sección abordan los objetivos principales de la gestión de la deuda pública, el alcance de dicha gestión y la necesidad de coordinar las políticas relativas a la gestión de la deuda con las políticas monetarias y fiscales. Las directrices alientan a las autoridades a que cuando fijen los objetivos para los administradores de la deuda, tomen en cuenta los riesgos relacionados con las estrategias y estructuras peligrosas de la deuda; asimismo, las directrices sugieren que la gestión de la deuda abarque las principales obligaciones financieras controladas por el gobierno central. Teniendo presente la importancia de garantizar una coordinación apropiada entre las políticas de gestión de la

deuda, fiscal y monetaria, recomiendan que las autoridades tengan una visión compartida de los objetivos de política pública de sus ámbitos respectivos. También promueven el intercambio de información acerca de las necesidades de liquidez actuales y futuras del gobierno, pero sostienen que en la medida en que lo permita el nivel de desarrollo financiero, debe haber una separación entre los objetivos y responsabilidades relacionados con la gestión de la deuda y la política monetaria.

## **Aplicación**

### ***Objetivos***

29. Los objetivos que rigen la gestión de la deuda en los 18 países estudiados hacen hincapié en la necesidad de cerciorarse de que las necesidades financieras y obligaciones de pago del gobierno se cumplan al menor costo posible a mediano y largo plazo. Sin embargo, aunque la declaración de objetivos de la mayoría de los países hace referencia explícita a la necesidad de administrar los riesgos de manera prudente, dicha declaración no es universal. Por ejemplo, las metas que rigen la gestión de la deuda en Estados Unidos recalcan la necesidad de “cumplir con las necesidades financieras del gobierno al menor costo en función del tiempo”. Asimismo, la definición de los objetivos de Jamaica consiste en “recaudar niveles suficientes de financiamiento en nombre del gobierno de Jamaica a un costo mínimo, al mismo tiempo que se aplican estrategias para garantizar que la deuda pública nacional progrese hacia niveles sostenibles a mediano plazo y se mantenga a dichos niveles”. Ahora bien, aunque no se hace referencia explícita a la necesidad de administrar los riesgos de manera prudente, estos países no se limitan a minimizar los costos de corto plazo sin tener presente los riesgos.

30. Muchos países también promueven, como objetivo complementario importante de la gestión de la deuda, la creación y mantenimiento de un mercado primario y secundario eficiente para los títulos públicos nacionales. A corto plazo, puede que los gobiernos tengan que aceptar costos de endeudamiento más altos a medida que procuran establecer un mercado interno para sus títulos. Sin embargo, casi todos los gobiernos están dispuestos a incurrir en estos costos porque prevén que a la larga se verán recompensados por costos de endeudamiento más bajos a medida que el mercado interno madura y se vuelve más líquido a lo largo de la curva de rendimientos. A su vez, esto seguramente les ayudará a lograr un saldo de deuda menos arriesgado, ya que un mercado interno que funcione bien les permitiría emitir una mayor proporción de su deuda en títulos de largo plazo, de tasa fija y denominados en moneda local y, de esa manera, reducir las tasas de interés, el tipo de cambio y el riesgo de refinanciamiento del saldo de la deuda<sup>9</sup>. Por ejemplo, países como Brasil, Jamaica, Marruecos y Sudáfrica se han concentrado en la necesidad de establecer un mercado de deuda interno como mecanismo para reducir su dependencia de fuentes externas de

---

<sup>9</sup> Asimismo, la creación de un mercado financiero interno que funcione bien mejora la aplicación de la política monetaria. Véase: A. Carare, A. Schaechter, M. Stone y M. Zelmer, 2002, *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*, Working Paper WP/02/102, del FMI.

financiamiento. Aún si este objetivo no se ha incluido explícitamente en la lista de los objetivos que rigen la gestión de la deuda, en la práctica los administradores de la deuda participan activamente en la creación de un mercado interno de títulos públicos. Por ejemplo, en muchos países, los administradores de la deuda trabajan con los participantes del mercado para introducir el corretaje electrónico en sus mercados internos de deuda pública.

31. El desarrollo de un mercado para los títulos públicos también puede contribuir a estimular el desarrollo de mercados internos para los títulos privados. Por ejemplo, en Japón se considera que la creación de un mercado secundario para los títulos públicos constituye un objetivo importante de la gestión de la deuda ya que el riesgo crediticio de dicho mercado es bajo y, por lo tanto, sirve como base para los mercados financieros internos. De hecho, es el segmento de mayor compraventa en el mercado interno de bonos y obligaciones.

### *Alcance*

32. En la mayoría de los países estudiados, las actividades de gestión de la deuda abarcan las principales obligaciones financieras controladas por el gobierno central. En general, las diferencias entre los países solo tienen que ver con la magnitud de la participación de los administradores de la deuda en la gestión de los siguientes ámbitos: la deuda al por menor emitida directamente a los hogares (por ejemplo, instrumentos de ahorro no negociables); los pasivos contingentes; la deuda emitida por gobiernos subnacionales; y la medida en que la gestión de la deuda denominada en divisas se integra con la gestión de la deuda interna. Por ejemplo, en el Reino Unido, los programas de deuda al por mayor y al por menor son administrados por organismos diferentes, mientras que en Estados Unidos, ambos programas de deuda son administrados por un solo grupo. En Irlanda, la gestión de los pasivos contingentes explícitos está a cargo del Ministerio de Hacienda, mientras que el financiamiento de la deuda mayorista es administrado por el organismo de gestión de la deuda. Por otra parte, en Colombia y Suecia, los administradores de la deuda participan activamente en la gestión de los pasivos contingentes explícitos. El enfoque utilizado por Colombia constituye un reflejo parcial de su experiencia pasada, en la que estas obligaciones habían crecido rápidamente debido a una fiscalización débil y a la fijación de precios inapropiados. En estos dos países, la participación de los administradores de la deuda en la valoración de los pasivos contingentes explícitos permitió a los gobiernos aprovechar los conocimientos necesarios para asignarles precios sobre bases más rigurosas.

33. En general, los administradores de la deuda nacional no participan en la gestión de la deuda emitida por otros niveles del gobierno ya que, normalmente, los gobiernos nacionales no son responsables de las deudas incurridas por ellos. Estados Unidos es un buen ejemplo de ello. Sin embargo, en Colombia y en India los administradores de la deuda participan activamente en la gestión de la deuda nacional y subnacional del país. Debido al endeudamiento excesivo por parte de los gobiernos subnacionales de otros países latinoamericanos, los administradores de la deuda nacional de Colombia decidieron fijar límites a los empréstitos de los gobiernos subnacionales del país a fin de garantizar que la situación financiera de dichos gobiernos no menoscabara la solidez de las finanzas nacionales. En India, la participación del banco central en la gestión de la deuda de los

estados se deriva de un acuerdo contractual voluntario mediante el cual los estados tienen acceso a la experiencia y recursos de gestión de la deuda del banco central.

34. Aun si los administradores de la deuda nacional no participan directamente en la gestión de la deuda emitida por otros niveles del gobierno, las crisis financieras recientes han demostrado que dichas deudas pueden contribuir a la inestabilidad financiera. Por lo tanto, en algunos países, por ejemplo en Italia, el gobierno nacional exige que los demás niveles del gobierno le suministren información sobre su endeudamiento. Asimismo, pueden surgir situaciones en las que el gobierno nacional tenga que desempeñar cierta función en la gestión de dichas deudas aunque no estén involucrados directamente los administradores de la deuda nacional. Por ejemplo, cuando el gobierno central del Brasil refinanció las deudas emitidas por los estados en 1997 y por las municipalidades en 1999, el Tesoro Nacional celebró contratos con estos prestatarios subnacionales como condición previa de los programas de refinanciamiento. Dichos contratos incluyen reglas estrictas sobre los gastos y nuevos empréstitos subnacionales. El Tesoro fiscaliza regularmente el cumplimiento de dichas reglas, así como la situación fiscal de los gobiernos subnacionales.

#### ***Coordinación con las políticas monetaria y fiscal***

35. Los países industrializados son los que más han avanzado en la diferenciación entre, por una parte, los objetivos y responsabilidades de la gestión de la deuda y, por la otra, los de política monetaria, y en la introducción de mecanismos apropiados para el intercambio de información entre los administradores de la deuda y el banco central sobre los flujos de caja del gobierno. Esto es especialmente evidente en el caso de los países estudiados que son miembros de la Unión Monetaria Europea (UME), ya que la política monetaria es dirigida por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), mientras que la gestión de la deuda está en manos de las autoridades nacionales; ello reduce a un mínimo el riesgo de posibles conflictos de interés entre la política monetaria y la de gestión de la deuda. El Tratado de Maastricht incluye disposiciones que refuerzan la separación entre las políticas de gestión de la deuda y la política monetaria, las cuales impiden que los gobiernos obtengan préstamos de sus bancos centrales nacionales e imponen límites sobre la deuda, lo que promueve la viabilidad de la misma. De igual modo, existen mecanismos apropiados de intercambio de información para garantizar que los bancos centrales nacionales tengan la información que necesitan sobre los flujos de liquidez de sus gobiernos a fin de que tanto ellos como el Banco Central Europeo puedan trabajar conjuntamente para administrar el nivel de la liquidez que circula en el eurosistema. Por ejemplo, los administradores de la deuda de la Tesorería de Italia supervisan y formulan continuamente las proyecciones sobre los flujos de caja previstos del gobierno, tomando en cuenta los perfiles anuales normales, tanto cíclicos como extraordinarios, relativos a los ingresos y gastos. Asimismo, los administradores de la deuda y el Banco de Italia intercambian información regularmente sobre los movimientos del efectivo que entra y sale de la cuenta de la Tesorería en el Banco, a través de la cual pasan la mayoría de los flujos de caja del gobierno. A fin de garantizar el control apropiado de las finanzas del gobierno, solo la Tesorería está facultada para realizar transacciones a través de esta cuenta.

36. Los países industrializados estudiados también han adoptado medidas para garantizar que los administradores de la deuda y los bancos centrales coordinen sus actividades en los mercados

financieros a fin de que no operen con objetivos encontrados. Por ejemplo, en el Reino Unido, la Unidad de Gestión de la Deuda trata de no celebrar subastas cuando el Banco de Inglaterra está llevando a cabo operaciones de mercado de dinero, y no realiza subastas de repos con vencimientos de 14 días. Tampoco lleva a cabo subastas ad hoc cuando el Comité de Políticas Monetarias del Banco está anunciando los niveles de la tasa de interés. Sin embargo, estas restricciones no se aplican a las operaciones bilaterales llevadas a cabo por la unidad de deuda ya que el perfil de mercado de dichas operaciones es relativamente bajo en comparación con las subastas. En la conferencia de consultas, un país hizo referencia a lo que puede suceder cuando no existe una coordinación suficiente a nivel operativo. Admitió que la falta de coordinación entre las actividades del banco central y de los administradores de la deuda en los mercados financieros condujo a una situación delicada, en la que el Ministerio de Hacienda estaba reembolsando una deuda en divisas al mismo tiempo que el banco central necesitaba reservas en divisas.

37. Los países industrializados también han logrado abordar los conflictos potenciales que pueden surgir entre los bancos centrales y los administradores de la deuda cuando dichos bancos tratan de utilizar títulos del gobierno en sus operaciones de mercado abierto. Este asunto es especialmente importante cuando las necesidades de endeudamiento del gobierno son modestas o inexistentes pero el banco central necesita un gran volumen de activos de bajo riesgo para utilizarlos en la implementación de su política monetaria. Por ejemplo, en la UME, el BCSE ha preparado una amplia lista de títulos públicos y privados que está dispuesto a utilizar en sus operaciones de mercado abierto para no depender exclusivamente de los títulos públicos. Los bancos centrales de otros países industrializados estudiados han adoptado medidas similares<sup>10</sup>.

38. Las dificultades de coordinación son aún más grandes para los países de mercado emergente y en desarrollo que no cuentan con mercados financieros bien desarrollados. Debido a la falta de independencia del banco central, y a la carencia de un mercado interno altamente desarrollado, es difícil para dichos gobiernos renunciar a su dependencia del crédito del banco central. También es difícil separar los objetivos de gestión de la deuda de los de la política monetaria ya que, con frecuencia, ambas actividades dependen de los mismos instrumentos de mercado y están obligadas a operar en el extremo corto de la curva de rendimiento.

39. A muchos países, tales como Polonia, también les ha sido difícil proyectar los ingresos y gastos del gobierno<sup>11</sup>, o crear mecanismos de coordinación y procedimientos de intercambio

---

<sup>10</sup>En el trabajo de M. Zelmer, 2001, *Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities*, Documento de análisis de política económica No. 144 del FMI, se aborda el tema de los títulos utilizados por los bancos centrales de los países industrializados en sus operaciones de mercado abierto y que mantienen en sus balances.

<sup>11</sup>En la conferencia de consultas, un país señaló que debido a que no había tomado en cuenta los factores inciertos de las proyecciones fiscales emitió un volumen demasiado grande de deuda de corto plazo. A la larga, y justamente en medio de una crisis financiera, cuando las tasas de interés eran altas, tuvo que refinanciarla y convertirla en deuda de largo plazo.

de información adecuados entre el Ministerio de Hacienda y el banco central<sup>12</sup>. Sin embargo, algunos países han adoptado medidas importantes para garantizar una coordinación adecuada entre las actividades de gestión de la deuda y de política monetaria. Por ejemplo, en Brasil y Colombia, los encargados de la gestión de la deuda y los funcionarios del banco central se reúnen con regularidad para compartir información y elaborar proyecciones sobre las necesidades de liquidez actuales y futuras del gobierno<sup>13</sup>. En México, la gestión de la deuda, la política fiscal y la política monetaria se formulan sobre la base de premisas comunes económicas y fiscales. Más aún, el Banco Central de México actúa como agente financiero del gobierno en muchas transacciones. Esto ayuda a forjar una relación de trabajo continua entre las autoridades fiscales, las encargadas de la gestión de la deuda y las que trabajan en la política monetaria, y a promover el intercambio apropiado de información. En Eslovenia, el banco central tiene la oportunidad de formular comentarios por anticipado sobre el programa de financiamiento anual contenido en los documentos fiscales; asimismo, la ley le prohíbe al gobierno obtener préstamos directamente del banco central. En virtud de un acuerdo formal, el Ministerio de Hacienda de Eslovenia presenta al banco central pronósticos, actualizados regularmente, de los flujos de caja diarios proyectados para todos los ingresos y gastos del gobierno en un horizonte de uno a tres meses. Asimismo, los funcionarios de ambas instituciones se reúnen con regularidad para intercambiar información sobre los detalles técnicos relativos a la implementación de sus políticas respectivas.

40. En otros países de mercado emergente, en Jamaica por ejemplo, el traslado de las actividades de gestión de la deuda del banco central al Ministerio de Hacienda y Planificación ha resultado en una mayor coordinación de la política fiscal y de la gestión de la deuda y, al igual que en muchos países, ha permitido una definición más clara de los objetivos de gestión de la deuda, que se determinan independientemente de las consideraciones relativas a la política monetaria. En cuanto a las políticas, se celebran reuniones periódicas entre los funcionarios de alto nivel de las autoridades de planificación, a saber, del Ministerio de Hacienda y Planificación, el Banco de Jamaica, el Instituto de Planificación de Jamaica y el Instituto Estadístico de Jamaica, para garantizar la coherencia del programa económico y financiero del gobierno. A nivel técnico se celebran con regularidad reuniones semanales en las que se intercambia información sobre las necesidades de liquidez del gobierno y sus programas de obtención de préstamos, así como acerca de las condiciones monetarias y la evolución de los mercados financieros. En India, la coordinación obligatoria entre las políticas de gestión de la deuda, fiscal y monetaria se produce mediante reuniones periódicas en el banco central, así como a través de conversaciones regulares entre los funcionarios del banco central y del Ministerio de Hacienda sobre la situación fiscal del

---

<sup>12</sup>La información sobre la experiencia de Polonia puede encontrarse en *National Bank of Poland: The Road to Indirect Instruments*, de P. Ugolini, 1996, estudio 144 de la serie 'Occasional Papers' del FMI.

<sup>13</sup>En Brasil, el banco central también tiene la oportunidad de formular comentarios por anticipado sobre el programa de financiamiento anual. Asimismo, por ley, el gobierno no está facultado para obtener préstamos directamente del banco central.



gobierno y acerca de las repercusiones de la misma sobre las necesidades de endeudamiento. Asimismo, los funcionarios encargados de la gestión de la deuda asisten a una reunión mensual que trata de la estrategia de la política monetaria, y se lleva a cabo un ejercicio anual previo al presupuesto que procura garantizar la coherencia entre los programas monetario y fiscal (tanto a nivel del gobierno central como de los gobiernos estatales). Sin embargo, las autoridades de India consideran que una separación futura de la gestión de la deuda y la política monetaria dependerá de: i) el desarrollo de los mercados financieros internos; ii) la posibilidad de lograr un control razonable del déficit fiscal; iii) enmiendas legislativas. En Marruecos, el Departamento del Tesoro y de Financiamiento Externo, que es responsable de la gestión de la deuda, participa activamente en la definición de las orientaciones de la Ley presupuestaria, sobre todo en lo que se refiere al nivel del déficit presupuestario y a los recursos que se requieren para cubrirlo.

### **Consideraciones relativas a la implementación**

41. Independientemente de la etapa en la que se encuentre el desarrollo económico y financiero de un país, una medida importante es la introducción de objetivos apropiados y claramente formulados para la gestión de la deuda. De hecho, en los últimos años, muchos países han fijado objetivos que mencionan explícitamente la necesidad de administrar los riesgos así como de lograr costos de financiamiento bajos para el gobierno, o que por lo menos señalan claramente que el enfoque sobre los costos debe ser de mediano y largo plazo a fin de que los administradores de la deuda no se vean tentados a procurar ahorros de costo de corto plazo en el servicio de la deuda a cambio de estructuras de deuda peligrosas que los expongan a un mayor riesgo de incumplimiento soberano. Hacer hincapié en la relación entre los costos y los riesgos sirve para anclar los futuros debates sobre la estrategia de gestión de la deuda y la ejecución de las decisiones relativas al endeudamiento.

42. Las circunstancias del país, por ejemplo la situación en la que se encuentran sus mercados financieros y el grado de independencia del banco central, desempeñan un papel importante porque determinan la gama de actividades que abarca la gestión de la deuda, y la medida en que puede separarse la gestión de la deuda de los objetivos e instrumentos de política monetaria. La coordinación entre la función de gestión presupuestaria y la de gestión de la deuda es de importancia crucial. Esto es especialmente cierto en el caso de las economías en transición y en desarrollo: debido a que no existe la capacidad de pronosticar de manera precisa los ingresos y gastos del gobierno, se requiere una coordinación frecuente y bien estructurada respecto a las necesidades de liquidez del gobierno y los flujos diarios de caja. Sin embargo, como se señaló anteriormente, con el tiempo, los países pueden adoptar toda una serie de medidas para establecer mecanismos de coordinación apropiados, independientemente de la etapa en la que se encuentre su desarrollo económico y financiero.

43. En lo que respecta en particular a los países en desarrollo y de mercado emergente, es importante que exista una buena coordinación entre los asesores en política fiscal y la función de la gestión de la deuda. En ese sentido, el papel de los encargados de la gestión de la deuda es transmitir sus opiniones sobre los costos y riesgos asociados a las necesidades de financiamiento del gobierno, pero también acerca de la opinión que tiene el mercado financiero con respecto a la viabilidad de los niveles de deuda del gobierno.

## **B. Transparencia y rendición de cuentas**

44. Las directrices que figuran en la presente sección promueven la divulgación de información sobre la manera en que se han asignado las responsabilidades entre los que están a cargo de la ejecución de los diferentes elementos de la gestión de la deuda, los objetivos de dicha gestión, y las medidas utilizadas en materia de costos y riesgos. También alientan a los países a divulgar los aspectos más importantes de las operaciones de gestión de la deuda, así como información sobre la situación financiera del gobierno y sus activos y pasivos financieros, y hacen hincapié en la necesidad de garantizar que las actividades de gestión de la deuda sean objeto de auditoría a fin de fomentar una rendición de cuentas apropiada.

### **Aplicación**

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

45. En muchos países industrializados, los objetivos de la gestión de la deuda, y las funciones y responsabilidades de las instituciones que trabajan en ese ámbito, se señalan explícitamente en las leyes que rigen estas actividades. Asimismo, esta información se publica con frecuencia en informes anuales preparados por las autoridades encargadas de la gestión de la deuda y en sus sitios oficiales de Internet. De hecho, según se indica en el cuadro 2, quince países señalaron que preparan informes anuales sobre la gestión de la deuda. Entre los países de mercado emergente y en desarrollo existen también modalidades menos formales para la divulgación de esta información. Por ejemplo, en Marruecos, todos los años el Ministro de Economía y Finanzas anuncia los objetivos relacionados con la gestión de la deuda en una conferencia de prensa anual, mientras que Eslovenia anuncia las metas e instrumentos de gestión de la deuda en su programa de financiamiento anual y en otros documentos de política que se encuentran en los sitios del gobierno en Internet.

46. No todos los países estudiados fijan metas concretas en lo que respecta al riesgo (por ejemplo, metas respecto a la duración y a la composición de las monedas). De hecho, los resultados que se presentan en el cuadro 2 parecen indicar que aproximadamente un tercio, incluidos Japón y Estados Unidos, no lo hacen; pero la mayoría sí. Por ejemplo, las metas de referencia de Brasil se divulgan públicamente en el programa anual de financiamiento del gobierno, que además presenta una descripción general e integral sobre las actividades de gestión de la deuda y acerca de la situación financiera del gobierno. Dinamarca publica sus metas en un anuncio especial a la Bolsa de Valores y como parte de su informe anual,

mientras que las metas de Suecia se publican en las directrices anuales de gestión de la deuda que el Gabinete presenta a la Oficina Nacional Sueca de la Deuda (SNDO) antes de empezar el ejercicio fiscal. En el caso de Italia, la divulgación pública del análisis estratégico de los costos y riesgos se encuentra en las primeras etapas de desarrollo; sin embargo, pueden obtenerse las versiones más actualizadas en el sitio del Tesoro italiano en Internet.

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

47. Todos los países divulgan los aspectos más importantes de sus operaciones de gestión de la deuda, así como información sobre la situación financiera del gobierno y sus activos y pasivos financieros. Por ejemplo, el Tesoro italiano tiene un extenso sitio en Internet que incluye información sobre el calendario anual de subastas del gobierno, el programa de emisión trimestral, anuncios de las ofertas, resultados de las subastas, e información sobre los títulos públicos y acerca de los principales operadores del mercado de títulos del gobierno de Italia.

48. Entre los países de mercado emergente, la estrategia de financiamiento del gobierno de Jamaica se presenta al Parlamento a principios del ejercicio fiscal a través del Documento del ministerio, que disfruta de una amplia distribución entre el público y se encuentra en el sitio del ministerio en Internet; allí también puede obtenerse información completa sobre la deuda de Jamaica. Asimismo, las reglas que se aplican a la participación en las subastas de deuda primaria se divulgan ampliamente, y los anuncios de emisiones futuras de deuda interna y de los resultados de las subastas se presentan en los medios impresos y electrónicos, así como el sitio del ministerio en Internet. En India, en abril de 2002 se introdujo un calendario de subastas que ha mejorado la transparencia del programa de endeudamiento. De igual modo, el Banco de la Reserva de India difunde con regularidad información estadística sobre los mercados primario y secundario de títulos públicos, y en octubre de 2002 comenzó a divulgar datos sobre la compraventa de títulos públicos, en tiempo real a través de su sitio en Internet. En Marruecos, la conferencia de prensa anual del Ministro de Economía y Finanzas, que se mencionó anteriormente, también incluye una presentación sobre los resultados principales y las estadísticas de la deuda pública del año anterior, además de una descripción general de las medidas a ser aplicadas al año siguiente. Las autoridades de Marruecos también publican anuncios mensuales sobre los resultados de las subastas del mes anterior, así como detalles de las próximas subastas, y celebran reuniones periódicas con los participantes del mercado para mejorar su comprensión sobre las actividades atinentes a la gestión de la deuda.

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

49. Casi todas las actividades de gestión de la deuda de los países son objeto de una auditoría anual por un organismo de auditoría público e independiente que presenta sus conclusiones al Parlamento. Los datos que aparecen en el cuadro 2 indican que 16 países tienen un programa de auditoría anual de la gestión de la deuda, y diez tienen exámenes periódicos de homólogos externos. Por ejemplo, en Irlanda, las cuentas anuales son auditadas por el auditor estatal (Contralor y Auditor General), aunque el organismo de gestión de la

deuda irlandés contrata a una importante empresa de contabilidad internacional para que realice una auditoría interna de todos los datos, sistemas y controles. En Dinamarca, el auditor del estado (Auditor General) realiza una auditoría de la gestión de la deuda pública con la ayuda del departamento de auditoría interna del banco central. Sin embargo, en India, las cuentas financieras de las operaciones de gestión de la deuda del banco central no se preparan por separado y, por lo tanto, no pueden someterse a una auditoría formal. La contabilidad de la deuda pública la realiza el Contralor General de Cuentas del gobierno, mientras que las cuentas son auditadas por el Contralor y Auditor General de Cuentas, un órgano constitucional. Los departamentos pertinentes del banco central también están sujetos a una auditoría interna de la gestión, así como a una auditoría simultánea.

### **Consideraciones relativas a la implementación**

50. Todos los países estudiados divulgan una amplia gama de información a los participantes en el mercado y al público en general sobre sus objetivos de gestión de la deuda, procedimientos de emisión y requisitos financieros. El alcance de la divulgación no parece depender mucho del estado de desarrollo económico y financiero del país. Este proceso ha mejorado considerablemente a raíz del desarrollo de la Internet, que sirve como mecanismo para divulgar la información a un público mundial de manera eficiente en función de los costos. Sin embargo, como se señaló en el recuadro 1 con relación a los PPME, para muchos países en desarrollo, un paso importante para mejorar la transparencia de sus actividades de gestión de la deuda es contar con datos completos y fidedignos sobre sus obligaciones de deuda. Ésta es una condición previa fundamental para cumplir con los requisitos de divulgación de las directrices.

### **C. Marco institucional**

51. Las directrices que figuran en esta sección tratan la importancia de una gobernación y gestión sólidas del riesgo operativo. Éstas recomiendan que la facultad para obtener préstamos y encargarse de otras transacciones vinculadas a la gestión de la deuda, así como el marco de organización, sean claros y precisos. A los efectos de reducir el riesgo operativo, se resalta la necesidad de definir con precisión las responsabilidades de los funcionarios, y de que exista un sistema claro de políticas de control, seguimiento y declaración de datos. También se subraya la importancia de separar la ejecución de las transacciones de mercado del registro de las mismas en los sistemas contables. También se recomienda desarrollar un sistema preciso y completo de gestión de la información, un código de conducta, directrices para el conflicto de intereses y procedimientos acertados para recuperar la información sobre operaciones.

#### **Aplicación**

##### ***Gobernación***

52. En todos los países encuestados, la facultad legal para solicitar préstamos en nombre del gobierno central reside en el parlamento u organismo legislativo del congreso. Sin

embargo, difieren las prácticas respecto a la forma en que el parlamento delega dicha potestad a los administradores de la deuda. En la mayoría de los países, se han promulgado leyes para autorizar al ministerio (o ministro) de hacienda (o su equivalente) a solicitar préstamos en nombre del gobierno. En otros, esa potestad ha sido delegada al consejo de ministros (gabinete), y en un caso (India) fue otorgada directamente al banco central. Que esta delegación recaiga sobre el consejo de ministros, el ministerio, o el ministro de hacienda, parece ser más bien un formalismo dentro de las convenciones que tiene cada país respecto a la toma de decisiones dentro del gobierno que una cuestión práctica.

53. La facultad para solicitar préstamos generalmente está restringida, ya sea mediante un límite de endeudamiento que se expresa en términos netos o brutos, o mediante una cláusula referente al propósito del empréstito. La mayoría de los países encuestados se basa en límites de endeudamiento (cuadro 2), determinados por un tope para el endeudamiento o un límite de endeudamiento anual. La estructura más común es que el parlamento establezca un límite anual al aprobar el presupuesto fiscal, el cual ha de servir como medio de control del presupuesto. La cláusula relativa al “propósito” restringe el mandato a ciertos fines del endeudamiento, siendo los principales financiar el déficit presupuestario y refinanciar las obligaciones vigentes. En la práctica, el parlamento tiene un control significativo sobre la deuda aun cuando el endeudamiento esté restringido a ciertos propósitos. El fin principal siempre es cubrir cualquier déficit presupuestario, sobre el cual influye el parlamento cuando aprueba los gastos y las medidas tributarias contenidas en el presupuesto. Si el déficit se desvía significativamente de la trayectoria proyectada en el presupuesto, el parlamento tiene la posibilidad de intervenir, ya sea durante el ejercicio fiscal o modificando el presupuesto para los ejercicios fiscales subsiguientes.

54. Otro ejemplo de tope normativo para el endeudamiento es el que utiliza Polonia, candidato a ingresar a la UEM. Polonia ha establecido como requisito en su Constitución que la deuda pública total, sumada al monto de los desembolsos anticipados sobre garantías, no puede exceder el 60% del PIB, límite estipulado por el Tratado de Maastricht. Dinamarca y Estados Unidos también son ejemplo de países que tienen límites normativos para el saldo de la deuda pendiente.

55. En este sentido, el país más libre es el Reino Unido, ya que en virtud de la Ley nacional de préstamos de 1968 se autoriza al Tesoro a recaudar todos los fondos que considere oportunos a los efectos de promover condiciones monetarias sólidas, de la forma y bajo las condiciones que el Tesoro estime adecuadas. Sin embargo, el Parlamento del Reino Unido tiene una influencia indirecta sobre la magnitud del déficit, y por tanto el nivel de endeudamiento, dado que aprueba las tasas impositivas y los planes de gasto público. Además, en el marco de la política fiscal actual, el gobierno tiene establecido el objetivo de limitar la deuda neta a un máximo de 40% del PIB.

56. El consejo de ministros o el ministerio de hacienda generalmente delegan las facultades para administrar la deuda a la unidad responsable correspondiente mediante una ordenanza gubernamental o un poder. Sin embargo, la mayoría de los países encuestados normalmente se aseguran de que el gobierno o el ministerio retengan el poder para decidir

sobre la estrategia de gestión de la deuda al momento de considerar las propuestas de los administradores de la deuda. La mayoría de los países, especialmente los que tienen un organismo independiente de administración de la deuda, han adoptado directrices oficiales para ese propósito. En la conferencia de consultas, se señaló que es importante velar por que las autoridades decisorias estén totalmente informadas sobre las consecuencias de la estrategia elegida para la gestión de la deuda. Los administradores de la deuda de cierto país que no lo hicieron se expusieron a críticas cuando la estrategia frente a la deuda no alcanzó los resultados esperados. Además, algunos países admitieron que en el pasado, la falta de objetivos claros y de disposiciones de gobierno adecuadas condujo a que se presionara políticamente a los administradores de la deuda para que se concentraran en lograr ahorros en el costo del servicio de la deuda a corto plazo, a expensas de exponer la cartera de títulos de deuda al riesgo de un posterior aumento del costo del servicio de la deuda. En un país esto llevó a una situación difícil. La interferencia política sobre el calendario de emisión de deuda obligó a los administradores de la misma a aumentar considerablemente el endeudamiento al final del año fiscal una vez que se hizo evidente que las tasas de interés no iban a evolucionar como se esperaba.

57. Los detalles que contienen estas directrices difieren según los países. En Suecia, por ejemplo, el consejo de ministros establece anualmente las directrices, que especifican los objetivos para el monto de la deuda en moneda extranjera, la deuda asociada a la inflación y la deuda nominal en moneda nacional. También se indica la preferencia del gobierno para la duración media de la deuda nominal total, el perfil de vencimiento de la deuda total y las reglas para evaluar la gestión de la deuda. Por otro lado, en Portugal, que también cuenta con un organismo independiente para administrar la deuda, hay tres fuentes que determinan las directrices. Primero, el ministro de hacienda establece los parámetros de referencia a largo plazo para la composición de la cartera de títulos de deuda. Éstos reflejan los objetivos referentes a la duración, el riesgo cambiario y el riesgo de refinanciamiento, que se usan para evaluar el costo y desempeño de la cartera de títulos de deuda. Segundo, el gobierno (consejo de ministros) especifica anualmente los instrumentos de deuda a utilizar y sus respectivos límites para el endeudamiento bruto. Finalmente el ministro de hacienda aprueba anualmente las directrices para determinadas operaciones, por ejemplo: recompras; repos; estrategia de emisión en cuanto a los instrumentos empleados, vencimientos, calendarios y procedimientos de colocación; medidas referentes a la comercialización de la deuda, y la relación con los operadores primarios y otros intermediarios financieros.

58. El estudio de casos revela una clara tendencia a centralizar las funciones de gestión de la deuda pública. La mayoría de los países las han asignado al ministerio de hacienda. Por ejemplo, como ya se mencionó, en 1998, Jamaica centralizó las funciones básicas de la gestión de la deuda en la Unidad de Gestión de la Deuda del ministerio de finanzas y planificación. Hasta ese momento, estaban divididas entre el ministerio y el banco central. Ese mismo año, Polonia también centralizó la gestión de la deuda interna y externa en el Departamento de Deuda Pública del Ministerio de Finanzas. Brasil planea centralizar en el Tesoro todos los aspectos de la gestión de la deuda en septiembre de 2003; actualmente, el banco central maneja las actividades asociadas al endeudamiento en el mercado internacional de capitales, mientras que el Tesoro administra la deuda interna. Cuatro países (Irlanda,

Portugal, Suecia y el Reino Unido) han ubicado sus organismos de gestión de la deuda fuera del ministerio de hacienda en el sentido de que dichos organismos no forman parte directa del ministerio desde un punto de vista orgánico (cuadro 2). Estos organismos también tienen cierta independencia en lo referente a las políticas de dotación de personal, y sus oficinas están físicamente ubicadas fuera del ministerio. Sin embargo, rinden cuentas al consejo de ministros o el ministerio de finanzas, los cuales evalúan sus actividades. Por ejemplo, en 1997, Portugal consolidó las funciones de gestión de su deuda en un organismo independiente. Anteriormente, esta actividad estaba repartida entre el departamento del Tesoro (deuda externa y letras del Tesoro) y el departamento de crédito público (deuda interna, con exclusión de las letras del Tesoro). En dos países (Dinamarca e India) la Unidad de Gestión de la Deuda está ubicada en el banco central. En el caso de Dinamarca esto refleja una consolidación de actividades que previamente habían estado repartidas entre el ministerio y el banco central. En India, el banco central administra la deuda interna mientras que el ministerio de finanzas es responsable de la deuda externa.

59. Todos los países que tienen una Unidad de Gestión de la Deuda en el Ministerio de Finanzas, salvo Eslovenia, utilizan el banco central para llevar a cabo subastas en el mercado de deuda interna. Esto contrasta con los países que tienen organismos independientes para administrar la deuda, en los que dicha unidad gestiona todos los contactos de mercado, incluso la realización de subastas. En Suecia, a partir de julio de 2002, incluso se ha transferido, desde el banco central al organismo de gestión de la deuda, la tarea de adquirir en el mercado la moneda extranjera necesaria para el servicio de la deuda externa.

60. La justificación de las distintas estructuras orgánicas difiere según los países. Por ejemplo, si bien el Reino Unido y Dinamarca delegan en el banco central la gestión de la deuda en moneda extranjera y las reservas de divisas, ambos países han enfocado la gestión de la deuda interna de distinto modo. El Reino Unido, que en 1998 transfirió la gestión de la deuda interna del banco central a un organismo administrador de la deuda, considera que es importante tener objetivos separados para la gestión de la política monetaria y la de la deuda interna a fin de mitigar cualquier sospecha de que la gestión de la deuda pudiera sacar provecho de la información interna sobre la trayectoria futura de las tasas de interés. Dinamarca, que en 1991 trasladó las funciones de la gestión de la deuda desde el ministerio de finanzas al banco central, aplica reglas estrictas para el financiamiento por motivos de gestión de la deuda y el de política monetaria, y advirtió que dicho traslado ha ayudado a retener bajo una única autoridad centralizada la información sobre la mayoría de los aspectos de los mercados financieros. Además, dado que la evolución de las tasas de interés de la zona del euro determinan en gran parte las tasas de interés danesas, la participación del banco central danés en la gestión de la deuda interna no fomenta la idea de que la gestión de la deuda interna saca provecho de información interna sobre la trayectoria futura de las tasas de interés.

61. Irlanda y Portugal, que crearon organismos independientes para administrar la deuda (en 1990 y 1996, respectivamente), subrayaron la necesidad de atraer y retener personal especializado, y centralizar en una unidad todas las funciones de la gestión de la deuda. Suecia, cuyo organismo independiente de gestión de la deuda fue fundado en 1789, además

de tener una razón histórica, señala que el sistema proporciona una distribución clara de responsabilidades entre las partes interesadas. Sin embargo, también refleja una antigua tradición sueca de trabajar con ministerios pequeños, responsables por las decisiones políticas, y de delegar las funciones operativas a dependencias que tienen equipos de gestión independientes y son independientes de los ministerios.

62. Polonia asignó las actividades de la gestión de la deuda al Departamento de Deuda Pública del Ministerio de Finanzas con el argumento de que, como apenas iniciaba la etapa de desarrollo de su mercado financiero interno y recién comenzaba la transición al mercado libre, ese departamento tenía más instrumentos para apoyar el desarrollo del mercado, cooperar con otras instituciones de control y crear un eficaz entorno jurídico y de infraestructura. Nueva Zelanda, que también prefirió crear una unidad dentro del ministerio de finanzas (la Oficina de Gestión de la Deuda de Nueva Zelanda o NZDMO) en lugar de un organismo independiente para la gestión de la deuda, indicó que de otro modo se perderían vínculos importantes. Además de los pronósticos del servicio de la deuda para el presupuesto y otras publicaciones fiscales, esta oficina proporciona un amplio asesoramiento sobre mercados de capital a otras secciones del Tesoro.

63. La función del parlamento o congreso en la gestión de la deuda, aparte de delegar su facultad para solicitar préstamos, difiere según los países. En Suecia, por ejemplo, el parlamento ha establecido por ley el objetivo de la gestión de la deuda del gobierno central, y el consejo de ministros está obligado a enviarle un informe anual en el que evalúa la gestión de la deuda. En México, el congreso aprueba el límite anual de endeudamiento neto externo e interno así como la estrategia de la deuda; esta última se examina minuciosamente, dado que los problemas en la gestión de la deuda han incidido en el pasado en las crisis financieras de México. Al finalizar el año, el congreso mexicano (a través de su organización de auditoría) también examina las cuentas y otros asuntos específicos de interés para sus miembros. En Irlanda y el Reino Unido, el presidente del organismo de gestión de la deuda presenta sus cuentas directamente al parlamento.

### ***Gestión de las operaciones internas***

64. En materia de gestión de la deuda, 15 países cuentan, por una parte, con una oficina encargada de la formulación de estrategias y, por la otra, con una oficina de servicios auxiliares (cuadro 2). Doce países más, incluso todos los países que operan activamente para obtener beneficios de las variaciones de las tasas de interés o tipos de cambio, también cuentan con una oficina de análisis y control de riesgo (cuadro 2). Desde el punto de vista del riesgo operativo es útil tener una oficina de análisis y control de riesgo independiente cuando en la unidad de gestión de la deuda se realizan con regularidad muchas transacciones. Sus funciones principales son: asegurar que todas las transacciones que realiza la oficina de formulación de estrategias se mantengan dentro de los límites de riesgo predeterminados; evaluar el desempeño (cuando sea pertinente) de las operaciones de dicha oficina con respecto a una cartera estratégica de referencia; establecer procedimientos operativos adecuados y asegurar que se respeten, y, en algunos países, desempeñar una tarea importante en el desarrollo de la estrategia de la gestión de la deuda.



65. La mayoría de los países analizados tienen directrices para el código de conducta y el conflicto de intereses del personal de gestión de la deuda, y para la recuperación de información sobre operaciones (cuadro 2). Brasil además ha creado un comité de ética y conducta profesional.

66. Algunos países, como Irlanda, Nueva Zelanda, Portugal, Suecia y el Reino Unido, tienen directorios que asesoran en áreas especializadas. En el caso de Irlanda, el directorio asiste y asesora al organismo de Gestión del Tesoro Nacional (NTMA) (el organismo de gestión de la deuda de Irlanda) en los temas que este último le solicite. En Nueva Zelanda, el directorio tiene por cometido realizar el control de calidad. Supervisa las actividades de la NZDMO, el marco de gestión del riesgo, y el plan de operaciones, e informa directamente al secretario del Tesoro. En Portugal, asesora en materia estratégica. Suecia tiene una junta decisoria, presidida por el Director General del SNDO. De los miembros externos, cuatro son miembros del parlamento y los otros tres tienen experiencia profesional como economistas. En el Reino Unido, el directorio asesora a los altos funcionarios del organismo de gestión de la deuda en temas estratégicos, operativos y de gestión, pero solo en calidad de asesor, dado que no tiene una función decisoria formal.

67. Muchos administradores de la deuda señalaron que tienen serios problemas para atraer y retener personal debido a la intensa competencia del sector privado por dicho personal. Como se describió antes, en algunos casos esta situación ha sido uno de los motivos para transferir la función de la gestión de la deuda desde el ministerio de finanzas al banco central o a un organismo independiente de gestión de la deuda. Para aliviar este problema, muchos países han intentado ofrecer a su personal tareas estimulantes e interesantes, buena capacitación, y educación superior. Brasil, por ejemplo, ofrece un curso de postgrado en gestión de la deuda. Eslovenia también apoya la educación de postgrado mediante la provisión de horas libres y el pago de matrículas.

68. En todos los casos en que se trataron los sistemas de gestión de la información (Colombia, Dinamarca, Irlanda, Marruecos, Nueva Zelanda y Portugal), los países han experimentado con distintos enfoques. Algunos han desarrollado sus propios sistemas, mientras que otros adquirieron sistemas estándar y los adaptaron a sus necesidades. Por ejemplo, Nueva Zelanda utilizó un sistema desarrollado internamente hasta que adquirió un sistema comercial a mediados de 1990. Sin embargo, requirió importantes adaptaciones, que han continuado con el paso del tiempo para satisfacer las necesidades cambiantes de la NZDMO.

69. Portugal ofrece un ejemplo de la estrategia para reducir el riesgo operativo. Cuando se creó el organismo de gestión de la deuda de Portugal, un análisis del riesgo operativo llevó a que se adoptara una estructura de organización basada en las normas de la industria financiera, con una oficina de formulación de estrategias, una oficina de análisis y control de riesgos y una oficina de servicios auxiliares, que tienen funciones y responsabilidades claramente segregadas. Ha sido desde entonces un foco de atención a través de tres iniciativas principales, a saber: una inversión importante en tecnología informática (incluso la compra de un sistema de gestión de la información), el desarrollo de un manual de

procedimientos operativos internos y, finalmente, la atracción y retención de profesionales especializados. En el futuro, además de estas medidas, las auditorías externas que viene realizando el tribunal de auditoría se complementarán con auditorías internas.

### **Consideraciones para la implementación**

70. Los estudios de casos indican que solo cuatro países (Irlanda, Portugal, Suecia y el Reino Unido), todos sumamente desarrollados y con mercados de capitales internos que funcionan correctamente, han creado organismos independientes para la gestión de la deuda a los efectos de administrar la deuda del gobierno central. Sin embargo, en otros países se están discutiendo las ventajas de dicho organismo. Un argumento, que a menudo mencionan quienes están a favor de un organismo independiente, es que éste permite focalizar mejor la política de gestión de la deuda, en parte debido a que hay una alta gerencia cuya principal responsabilidad es la gestión de la deuda, no la política fiscal o monetaria, lo que les permite concentrarse en los problemas de la gestión de la deuda. Cuando la gestión de la deuda forma parte del ministerio de hacienda o el banco central, se corre el riesgo de que la política de gestión de la deuda sea un elemento secundario. Esta focalización fomenta el profesionalismo y la atención de la gerencia al personal que administra la deuda, lo cual, junto con unos sueldos competitivos, facilitan la contratación y conservación de personal especializado. Sin embargo, como señalaron algunos países en la conferencia de consultas, si se analiza a fondo el tema, la creación de un organismo independiente para la gestión de la deuda debería venir acompañada de un gobierno interno, rendición de cuentas y mecanismos de transparencia sólidos a fin de asegurar que el organismo se desempeñe de conformidad con las expectativas, asumiendo la responsabilidad por las decisiones de su competencia.

71. Esto no significa que todos los países deberían tener un organismo independiente para la gestión de la deuda. Un argumento común para ubicar la oficina de la deuda en el ministerio de hacienda es la importancia de mantener vínculos clave con otros elementos del gobierno, por ejemplo, la política presupuestaria y fiscal. Especialmente en los países con mercados financieros menos desarrollados, la coordinación de la política de gestión de la deuda con la política fiscal y monetaria es de una importancia tal que a menudo tiene sentido centralizar las funciones en el ministerio de hacienda o en el banco central. Por otra parte, aun siendo independiente, el organismo de gestión de la deuda siempre rinde cuentas al consejo de ministros (Gabinete) o al ministerio de hacienda, los cuales deciden la estrategia de gestión de la deuda a seguir y evalúan la actuación del organismo. Para llevar a cabo estas tareas, puede ser ventajoso que el ministerio de hacienda tenga algún personal especializado en gestión de la deuda.

72. La función del parlamento difiere según los países, en parte debido a razones históricas. Sin embargo, si el parlamento es el órgano político que aprueba las medidas tributarias y de gasto, como normalmente sucede, se podría argumentar que también debería aprobar el endeudamiento global del gobierno así como los aspectos generales de la política de gestión de la deuda, por ejemplo los límites de endeudamiento y los objetivos de la gestión de la deuda, dado que en definitiva la gestión de la deuda tiene repercusiones significativas sobre los niveles futuros de tributación y gasto. Dentro de estos límites y

objetivos políticos, el consejo de ministros y los administradores de la deuda deberán tener suficiente autoridad para implementar las políticas aprobadas según lo consideren apropiado, pero rindiendo cuentas de sus actos ante el parlamento.

#### **D. Estrategia de gestión de la deuda**

73. Las directrices de esta sección resaltan la importancia del seguimiento y evaluación de los riesgos de la estructura de la deuda y recomiendan que, al fijar la estructura deseada de la deuda, se consideren las características de, entre otros, el riesgo financiero de los flujos de caja del gobierno. En particular, el administrador de la deuda deberá evaluar y administrar cuidadosamente los riesgos relacionados con la deuda en moneda extranjera, a corto plazo o con tasa de interés variable, y asegurar que se disponga del efectivo suficiente para evitar el riesgo de no poder cumplir las obligaciones financieras a su vencimiento.

#### **Aplicación**

74. Los administradores de la deuda tienen gran conciencia de los riesgos, y la mayoría poseen directrices formales para administrar el riesgo de mercado y de crédito (cuadro 2). Sin embargo, los riesgos en que se centran los países varían según las circunstancias específicas del país. Por ejemplo, Colombia aspira a limitar la exposición de su cartera de títulos de deuda en moneda extranjera ante las perturbaciones del mercado y las crisis internacionales, mientras que Italia concentra sus esfuerzos en reducir el riesgo de tasas de interés y riesgo de refinanciamiento luego de haber experimentado niveles de endeudamiento público que alcanzaron el 124% del PIB en 1994. Las recientes crisis financieras de América Latina y Rusia han mostrado que la gestión del riesgo de refinanciamiento es una tarea de especial importancia para muchos países en desarrollo y de mercados emergentes. La incapacidad para renovar la deuda cuando los mercados están turbulentos puede agravar severamente los efectos de las perturbaciones económicas y financieras.

75. Los casos también muestran una tendencia al uso de un marco de gestión de activos y pasivos (GAP), al menos teóricamente, para evaluar los riesgos y el costo de la cartera de títulos de deuda mediante la estimación del punto hasta el cual los costos del servicio de la deuda guardan correlación con los ingresos fiscales y los gastos no correspondientes a intereses<sup>14</sup>. Un problema que se plantea es la manera de medir el costo y el riesgo. En Portugal, por ejemplo, uno de los objetivos establecido por la Ley de la deuda pública portuguesa es asegurar una distribución equilibrada de los costos de la deuda a lo largo de varios años. En ese contexto, y teniendo presente la inestabilidad del presupuesto, al organismo de gestión de la deuda portuguesa le ha resultado útil medir el riesgo de mercado basándose en los flujos de caja, pero sigue trabajando en el desarrollo e implementación de

---

<sup>14</sup>Se puede encontrar más información sobre GAP en el contexto de la gestión de la deuda pública en: G. Wheeler y F. Jensen, de próxima aparición, *Sound Practice in Sovereign Debt Management* (Banco Mundial: Washington).

un indicador integrado del presupuesto en riesgo para la cartera de títulos de deuda. En Suecia, la SNDO está utilizando un coeficiente costo-PIB en su análisis de los costos de diferentes carteras de títulos de deuda. Este es un paso hacia la GAP puesto que en este caso se supone que hay una covariación entre el saldo del presupuesto y el PIB a través de los canales tributarios y de gastos. Una cartera de títulos de deuda con un coeficiente costo-PIB relativamente estable contribuiría así a suavizar el déficit (tributario).

76. Algunos países también incorporan explícitamente activos y pasivos específicos del gobierno (como las reservas en divisas y los pasivos contingentes) en un marco global de gestión del riesgo. Los países que utilizan este enfoque, o que lo han comenzado a considerar, son: Brasil; Dinamarca; Nueva Zelandia y el Reino Unido. Han observado, por ejemplo, que el uso de dicho marco acrecienta las ventajas de coordinar el vencimiento y la composición por monedas de la deuda en moneda extranjera emitida por el gobierno con las reservas de divisas del gobierno o el banco central, a los efectos de limitar la exposición del gobierno al riesgo de tasas de interés y al riesgo cambiario. En efecto, en el Reino Unido, el Banco de Inglaterra gestiona conjuntamente las reservas de divisas y el endeudamiento en moneda extranjera utilizando un marco de GAP.

77. La sección de gestión de la deuda del banco central danés también administra los activos del fondo social de pensiones. Para administrar el riesgo de tasas de interés, integra los activos y pasivos, y hace el seguimiento de la duración de la deuda neta. Como resultado, se puede lograr una reducción en la duración de la deuda neta aumentando la duración de la cartera de activos. Nueva Zelandia, que ha estado utilizando el enfoque de GAP por más de una década, en 1997 creó en el Tesoro una división para la gestión de activos y pasivos, de la cual forma parte la NZDMO. La estrategia de GAP está incorporada implícitamente en el objetivo estratégico que tiene la NZDMO de maximizar el rendimiento económico a largo plazo de los activos financieros y la deuda del gobierno en el contexto de la estrategia fiscal del gobierno, en particular su aversión al riesgo. El objetivo tiene en cuenta el balance y las repercusiones fiscales de la estrategia de la deuda. En el futuro, la estrategia de la deuda en Nueva Zelandia probablemente recibirá la influencia de un análisis que se está llevando a cabo en el Tesoro con el objetivo de comprender los riesgos financieros que existen en todas las operaciones del gobierno, y la forma en que probablemente cambiará su “balance” a través del tiempo.

78. Las estrategias de gestión de la deuda, como la selección de vencimientos para la deuda y la elección entre recaudar fondos en moneda nacional o extranjera, depende en gran medida de las circunstancias especiales que reinen en los países, como las características de la cartera de títulos de deuda, la vulnerabilidad de la economía a las perturbaciones económicas y financieras, y la etapa de desarrollo del mercado de deuda interna. Brasil, por ejemplo, que antes de la crisis financiera asiática había tratado de extender el plazo de vencimiento medio de su deuda mediante la emisión de valores de tasa de interés fija a plazos más largos, en octubre de 1997 pasó a emitir valores de tasa flotante indexados por inflación a los efectos de reducir más rápidamente el riesgo de refinanciamiento. En ese momento, los inversionistas estaban más dispuestos a invertir a más largo plazo si los valores en cuestión tenían cupones indexados por inflación o con tasa de interés variable en lugar de

instrumentos de plazo fijo. Sin embargo, la reducción del riesgo de refinanciamiento fue a expensas de hacer que la dinámica de su deuda se hiciera más sensible a las variaciones de las tasas de interés. Antes de la llegada de la turbulencia del mercado financiero en 2002, también había procurado reducir su vulnerabilidad a las fluctuaciones de las tasas de interés mediante la prolongación de la curva de rendimientos en moneda nacional y la acumulación de reservas de caja.

79. La experiencia de México subraya la necesidad de políticas macroeconómicas sólidas, disciplina fiscal y una política prudente y congruente de gestión de la deuda. Luego de la crisis financiera de 1994-95 en la que la excesiva dependencia de deuda en moneda extranjera a corto plazo socavó las finanzas públicas de México, el gobierno ha estado promoviendo activamente el desarrollo de los mercados de deuda interna con la introducción de nuevos instrumentos y el ajuste necesario de las normas para reducir su dependencia de la deuda interna a corto plazo y de la deuda en moneda extranjera (y ligada a la moneda extranjera). Actualmente, la estrategia de la gestión de la deuda de México aspira a reducir los riesgos de refinanciamiento, las tasas de interés, y el tipo de cambio mediante la emisión de una combinación de obligaciones en moneda nacional con interés variable a mediano plazo e instrumentos a mediano y largo plazo con tasa de interés fija. La emisión de deuda con tasa variable ayuda a reducir el riesgo de refinanciamiento. Con el paso del tiempo, la emisión de instrumentos en moneda nacional con tasa de interés fija a plazos cada vez más largos debería reducir más el riesgo de refinanciamiento y, al mismo tiempo, reducir el riesgo de tasas de interés y cambiario.

80. En Marruecos, los administradores de la deuda han intentado reducir los costos del servicio de la deuda externa mediante el ejercicio de opciones de capitalización de la deuda, activando derechos de cancelación y pago anticipado para rescatar deuda onerosa, y refinanciando o renegociando las tasas de interés según permitieran los convenios de préstamo. También siguen una política de fomento del desarrollo del mercado de deuda en moneda nacional con miras a satisfacer las necesidades de financiamiento en mayor medida con moneda nacional.

81. Pasando ahora a los países más desarrollados, Estados Unidos, por ejemplo, ha intentado minimizar los costos de servicio de la deuda a lo largo del tiempo defendiendo un mercado desarrollado y líquido para los títulos del Tesoro. Esto ha implicado tomar medidas para asegurar que los títulos del Tesoro mantengan su coherencia y previsibilidad en el programa financiero, emitiendo a lo largo de la curva de rendimiento a fin de atraer la mayor gama posible de inversionistas, y agregando todas las necesidades de financiamiento del gobierno central en un programa de endeudamiento. Portugal, participante de la zona del euro, tiene una estrategia para desarrollar una curva de rendimiento del gobierno para bonos líquidos (no menos de 5.000 millones de euros en circulación para cada serie) a lo largo de distintos puntos de vencimiento. Desde 1999, la prioridad ha sido lanzar anualmente una nueva emisión a diez años y, en segundo término, lanzar una nueva emisión a cinco años. Como parte de esta estrategia, se ha dado prioridad al desarrollo de mercados eficientes primarios y secundarios de deuda del Tesoro. Al más alto nivel, la estrategia de Nueva Zelanda en lo concerniente a la gestión de la deuda interna es ser transparente y previsible.

La NZDMO mantiene una combinación de deuda de tasa fija y variable, y un perfil de vencimiento de la deuda relativamente parejo a lo largo de la curva de rendimiento. Ha tomado medidas para desarrollar el mercado para los valores públicos en moneda nacional, incluso un mercado de derivados, que se respalda con su dedicación a la transparencia, la previsibilidad y la imparcialidad.

82. La participación de Dinamarca en el MTC 2 y el futuro ingreso de Eslovenia en la UEM son factores importantes en la gestión del riesgo cambiario de la deuda emitida por esos países. Desde 2001, toda la exposición al riesgo cambiario de Dinamarca se realiza en euros. En Eslovenia, más del 90% de su exposición al riesgo cambiario se realiza en euros. Eslovenia también emite bonos denominados en euros en su propio mercado interno para respaldar los precios fijados para los instrumentos a largo plazo emitidos por otros prestatarios eslovenos.

83. Aunque todos los países prestan mucha atención a la relación de sustitución entre el costo y el riesgo, algunos países con condiciones macroeconómicas estables, situaciones fiscales sólidas, y mercados de deuda en moneda nacional bien desarrollados están en mejor posición que otros para tratar de obtener ahorros en los costos a expensas de cierto aumento en el riesgo de la deuda. Suecia, por ejemplo, ha decidido llevar la duración de su deuda nominal a 2,7 años, mientras que Dinamarca ha acortado la duración de su deuda, que a fines de 1998 era de 4,4 años, a 3,4 años a fines de 2001. En ambos países, estas medidas obedecen: primero, a una disminución importante en la carga de sus deudas en estos últimos años; segundo, a la opinión de que se puede lograr un ahorro en el costo del servicio de la deuda a lo largo del tiempo en el entorno de una curva de rendimiento de pendiente ascendente y, tercero, a la opinión de que esos países están generalmente bien protegidos contra las perturbaciones económicas y financieras debido a sus sólidos marcos de política macroeconómica.

84. Las ventajas de tener un buen mercado de moneda nacional también se aprecian en la administración de fondos. La mayoría de los países mantienen saldos de caja que les permiten honrar sus obligaciones financieras a tiempo aun cuando su capacidad para recaudar fondos en el mercado está temporalmente limitada o resulte muy onerosa. Por otro lado, Suecia tiene suficiente confianza en su capacidad de acceder en cualquier momento a los mercados por lo que optó por no mantener saldos de caja, sino confiar totalmente en su capacidad para recaudar fondos en el mercado. Sin embargo, para hacer eso también es importante tener un control completo sobre los flujos de caja del gobierno, de modo que la cronología de esos flujos se pueda manejar de manera óptima.

85. Como se verá más adelante con mayor detalle, casi todos los países encuestados están estableciendo títulos-valores líquidos de referencia en sus mercados de moneda nacional (cuadro 2), o planean hacerlo. Los métodos más comunes utilizados para reducir el riesgo de refinanciamiento asociado con las emisiones de referencia de gran volumen son las operaciones de recompra o canje de bonos cerca de las fechas de vencimiento.

86. Los países comúnmente ajustan las características financieras de las carteras de títulos de deuda modificando la composición de los títulos emitidos en sus programas de endeudamiento o recomprando títulos antes de su vencimiento y reemplazándolos por otros nuevos que se adapten mejor a sus preferencias de costo-riesgo. Además, como se indica en el cuadro 2, la mitad de los países usan derivados financieros, principalmente *swaps* de tasas de interés y acuerdos de apoyo cambiario, para separar las decisiones sobre financiamiento de las decisiones sobre la gestión de cartera, y reajustar las características del riesgo de sus carteras de títulos de deuda. Sin embargo, no todos los países tienen esta opción. Los que tienen mercados internos subdesarrollados pueden no tener acceso a los mercados internos de derivados, y aquellos con baja calificación crediticia pueden no tener acceso a los mercados derivados mundiales a un costo razonable. Por otra parte, se necesita una cuidadosa gestión de los riesgos de contraparte asociados a las transacciones derivadas. Dinamarca, Nueva Zelanda y Suecia, por ejemplo, señalaron que usan los límites de riesgo crediticio y acuerdos de garantías para reducir los riesgos crediticios (de contraparte) asociados a estas transacciones.

### **Consideraciones para la implementación**

87. Las estrategias de gestión de la deuda que siguen los países generalmente son un reflejo de sus circunstancias particulares y su propio análisis de los riesgos asociados a sus carteras de títulos de deuda. Por lo tanto, no es extraño que las estrategias seguidas difieran considerablemente de un país a otro. Sin embargo, un elemento que parece ser común a todos los países, sin importar su grado de desarrollo, es la focalización en el desarrollo y el mantenimiento de la eficiencia del mercado de deuda en moneda nacional como medio para reducir la excesiva dependencia de la deuda a corto plazo y ligada a monedas extranjeras. Otro aspecto digno de mención es la adopción de un marco de GAP para evaluar los riesgos y costos de la deuda y determinar una estructura adecuada para ella.

88. En el caso particular de los países en desarrollo y de mercados emergentes, el nivel de la deuda y la solidez de las políticas macroeconómicas limitan en gran medida el poder discrecional que tienen dichos países para establecer y proseguir sus estrategias de gestión de la deuda. En lo que respecta al nivel de la deuda, son factores decisivos la capacidad del gobierno central para generar ingresos tributarios y ahorros, así como su sensibilidad a las perturbaciones externas.

### **E. Marco para la gestión del riesgo**

89. Las directrices de esta sección recomiendan que se debería desarrollar un marco que permita a los administradores de la deuda identificar y administrar la elección entre los costos previstos y los riesgos de la cartera de títulos de deuda del gobierno. También argumentan a favor del uso de pruebas de tensión de la cartera de títulos de deuda como parte de la evaluación del riesgo, y recomiendan que el administrador considere el impacto de los pasivos contingentes. También se examina la importancia de administrar los riesgos implícitos en la toma de posiciones en el mercado.

## **Aplicación**

90. El marco utilizado para hallar una solución de compromiso entre los costos y riesgos previstos de la cartera de títulos de deuda varía de un país a otro. La mayoría al parecer utiliza modelos más bien sencillos, basados en escenarios deterministas, y apreciaciones personales. Sin embargo, en muchos países se están desarrollando nuevos modelos de riesgo. Solo unos pocos (Brasil, Dinamarca, Colombia, Nueva Zelandia y Suecia) usan simulación estocástica. Por ejemplo, Nueva Zelandia desarrolló un modelo de simulación estocástico para mejorar su comprensión de la solución de compromiso entre el costo y el riesgo asociado a distintas estructuras de cartera de títulos de deuda en moneda nacional. La mayoría de los países también emplean la prueba de tensión como medio para evaluar el riesgo de mercado de la cartera de títulos de deuda, y la robustez de distintas estrategias de emisión. La prueba de tensión es de especial importancia para evaluar la viabilidad de la deuda.

91. Consecuentemente con el marco de GAP tratado antes, la mayoría de los países miden el costo en base al flujo de caja en el mediano y largo plazo. Esto facilita el análisis de la deuda en términos de su impacto sobre el presupuesto. El riesgo normalmente se mide en función del aumento potencial de los costos suscitado por las perturbaciones financieras y de otro tipo. Algunos países, como Brasil, Portugal y Suecia, están experimentando con medidas como la razón costo/PIB o conceptos como el “presupuesto en riesgo” para representar la incorporación explícita de un análisis conjunto de la deuda y el PIB o los flujos presupuestarios frente a las perturbaciones.

92. Cuatro países (Brasil, Colombia, Dinamarca y Nueva Zelandia) usan modelos “de riesgo” para cuantificar los riesgos de mercado. Por ejemplo, Colombia usa un modelo servicio de la deuda en riesgo para cuantificar el costo máximo del servicio de la deuda de la cartera de títulos de deuda a un 95% de probabilidad. La metodología toma en consideración la exposición a distintas variables del mercado, como tasas de interés, tipos de cambio y precios de productos básicos (24,5% de la deuda está indexada en función de los precios). Para administrar las dimensiones de los costos y riesgos de la cartera de títulos de deuda, la oficina de análisis de riesgo presenta un informe mensual de alternativas de financiamiento basado en el análisis. Este informe compara el costo en el escenario previsto contra el escenario de riesgo del 95% para cada una de las alternativas de financiamiento. Dinamarca usa un modelo de costo en riesgo para cuantificar el riesgo de tasas de interés simulando múltiples escenarios de intereses. En el modelo se analizan distintas estrategias, como la estrategia de emisión, el monto de las recompras y la duración fijada como meta.

### ***Alcance de la gestión activa***

93. Entre los países de esta encuesta, solo Irlanda, Nueva Zelandia, Portugal y Suecia administran activamente sus carteras de títulos de deuda con miras a obtener beneficios de los movimientos previstos en las tasas de interés y los tipos de cambio. Nueva Zelandia y Suecia fijan límites a sus posiciones en carteras de moneda extranjera, mientras que Irlanda y Portugal, que son países relativamente pequeños de la zona euro, están preparados para



negociar la parte de sus deudas en euros. Los argumentos para la toma de posiciones varían, y cabe señalar que estos países han centralizado las actividades de gestión de sus deudas fuera del banco central. Para los administradores de la deuda que están ubicados en el banco central puede resultar difícil tomar posiciones activas en el mercado debido a que dichas actuaciones pueden ser vistas como señales para otras políticas que afectan los mercados financieros. Nueva Zelanda sostiene que a veces ocurren imperfecciones temporales en la fijación de precios, que posibilitan la generación de ganancias a partir de operaciones tácticas. Además, cree que las operaciones tácticas ayudan a los administradores a desarrollar la comprensión de la manera en que operan diversos mercados bajo una variedad de circunstancias, lo que permite a la NZDMO mejorar la gestión de la cartera global. Por ejemplo, indicó que las operaciones tácticas le permiten desarrollar y mantener la técnica del análisis, la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre, negociar y cerrar tratos. El beneficio inmediato es la reducción del riesgo de errores al hacer transacciones, y la proyección de una imagen más profesional ante la contraparte. Sin embargo, es importante asegurar que las actividades de las operaciones tácticas se encuentren totalmente bajo control. En la conferencia de consultas, se indicó que cierto país experimentado había utilizado *swaps* para especular sobre la convergencia prevista de las tasas de interés europeas a principios de los años noventa. Esta estrategia provocó pérdidas cuando el mecanismo de tipos de cambio europeo se desintegró en el otoño de 1992.

94. Para mitigar el riesgo de mercado asociado a las operaciones tácticas, Nueva Zelanda usa límites para el valor en riesgo y límites para las pérdidas, que se determinan con la ayuda de pruebas de tensión de la cartera. El valor en riesgo se mide a un nivel de confianza del 95% con respecto a carteras o subcarteras hipotéticas de referencia, que cumplen la estrategia aprobada. El desempeño de las operaciones se mide sobre una base ajustada en función del riesgo, utilizando un capital hipotético de riesgo para evaluar el riesgo de mercado, crediticio y operativo. El rendimiento ajustado en función del riesgo se define como el valor agregado neto dividido por el capital de riesgo hipotético.

95. Aunque solo unos pocos países están tomando activamente posiciones en el mercado, la mayoría de ellos tratan realmente de sacar beneficios de las anomalías en la fijación de precios en el mercado. El método más común consiste en recomprar las emisiones de bonos ilíquidas, financiadas mediante nuevas emisiones de títulos de referencia líquidos. Otro método similar, señalado por Marruecos, es refinanciar los préstamos onerosos de bancos ejerciendo los derechos de pago anticipado estipulados en los convenios de préstamo y refinanciando los pagos anticipados mediante nuevos préstamos en condiciones más favorables. Otros ejemplos incluyen el uso del mercado de *swaps* para reducir los costos del financiamiento. Irlanda, por ejemplo, obtiene financiamiento en moneda nacional a corto plazo emitiendo papeles comerciales denominados en dólares de EE.UU. y luego canjea el producto por euros. Esto resulta más barato que recaudar fondos denominados en euros.

### ***Pasivos contingentes***

96. En la mayoría de los estudios de casos no se formularon comentarios sobre la gestión de los pasivos contingentes<sup>15</sup>. Entre los países que lo hicieron, solo Colombia, Marruecos, Nueva Zelanda y Suecia parecen tener una estructura orgánica dentro de la Unidad de Gestión de la Deuda o Ministerio de Hacienda que facilita la coordinación de la gestión de garantías financieras explícitas con la gestión de la deuda. Dicha coordinación es esencial, dado que en muchas economías en desarrollo y transición, las garantías del gobierno han tenido una importancia significativa dentro de la carga de la deuda pública. En la conferencia de consultas, algunos países indicaron que el nivel de esas garantías normalmente se determina en otras instancias del gobierno, y su naturaleza contingente las hace muy difíciles de cuantificar. Sin embargo, otros sostuvieron que si bien es muy difícil valorarlas, no se deberían ignorar. Consecuentemente, recomiendan que estas garantías sean tenidas en cuenta al establecer la estrategia de endeudamiento, especialmente cuando se realicen pruebas de tensión de las estrategias probables.

97. Al parecer ninguno de los países encuestados incluye administradores de la deuda en la gestión de los pasivos contingentes implícitos. Esta conclusión no resulta muy sorprendente, dado que estos derechos suelen crearse como consecuencia de fallas de la supervisión y reglamentación prudencial —áreas que normalmente quedan fuera del alcance de la gestión de la deuda—. Sin embargo, estas reclamaciones pueden plantear riesgos importantes para los gobiernos, como quedó demostrado por los costos en que incurrieron varios países de Asia y América Latina en la década del noventa cuando los gobiernos se vieron obligados a recapitalizar sistemas bancarios quebrados. Por lo tanto, ellos se deben considerar en conjunto con otros factores de riesgo macroeconómico. Del mismo modo, los gobiernos nacionales de Argentina y Brasil se encontraron inesperadamente con una elevada cantidad de pasivos cuando tuvieron que asumir los pasivos de los gobiernos subnacionales que se habían endeudado en exceso. En el caso de Brasil, a partir de entonces se han establecido controles al endeudamiento de los gobiernos subnacionales, y estos gobiernos están reembolsando los montos refinanciados por el gobierno nacional. Como se señaló antes, este problema ha llevado a países como Brasil y Colombia a establecer límites en el endeudamiento de los gobiernos subnacionales, mientras que otros controlan regularmente estos préstamos y se aseguran que los gobiernos subnacionales en cuestión tengan fuentes independientes de ingreso para atender el servicio de sus obligaciones.

### **Consideraciones sobre la implementación**

98. La mayoría de los países descritos en los estudios de casos se basan en modelos bastante sencillos para evaluar las relaciones de sustitución entre los costos y los riesgos

---

<sup>15</sup>Se puede encontrar más información sobre la gestión de pasivos contingentes en un contexto soberano en Banco Mundial, 2002, *Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk*, H.P. Brixi y A. Schick (encargados de la edición) (Washington).

previstos de las carteras de títulos de deuda. A algunos países les pueden hacer falta los datos necesarios para utilizar modelos más complicados. También es importante tener en cuenta que la utilidad de los modelos depende en gran medida de la calidad de los datos utilizados como entrada y los supuestos en que se basa el modelo. Estos modelos pueden comportarse de manera distinta en situaciones extremas, pueden cambiar con el paso del tiempo y pueden recibir influencia de medidas de política. Por lo tanto, se debe examinar con regularidad los parámetros y supuestos en que se basan estos modelos, y es importante tener en cuenta las limitaciones y supuestos implícitos del modelo. Estos deberían describirse cuidadosamente y ser bien comprendidos al aplicarse en el proceso de toma de decisiones.

## **F. Desarrollo y mantenimiento de un mercado de valores públicos eficiente**

99. La mayoría de las directrices de esta sección se centran en los beneficios de la recaudación de fondos públicos usando mecanismos de mercado en forma transparente y previsible, y las ventajas de tener una amplia base de inversionistas para sus obligaciones. Otros se refieren a los beneficios de que los gobiernos y bancos centrales trabajen con participantes en el mercado para promover el desarrollo de mercados secundarios resistentes, y la necesidad de sistemas sólidos de compensación y liquidación para manejar transacciones con valores públicos. Se puede encontrar más información sobre los pasos que pueden tomar los países para desarrollar el mercado interno de deuda pública en una guía publicada por el Banco Mundial y el FMI en 2001<sup>16</sup>.

### **Aplicación**

#### ***Mercado primario***

100. La mayoría de los países encuestados usan técnicas similares para emitir valores públicos en el mercado interno en el sentido de que, a excepción de Dinamarca, todos usan subastas anunciadas con antelación para emitir deuda. La mayoría también usa esquemas de precio múltiple para los valores convencionales y, en algunos casos, sistemas de precio uniforme para emitir instrumentos indexados por inflación, aunque el Tesoro de Estados Unidos ahora emite todos sus valores mediante subastas de precio uniforme. Descontinuó las subastas de precio múltiple ante la evidencia de que la gama de adjudicatarios tendía a ser mayor en las subastas de precio uniforme, y que los licitantes tienden a pujar más decididamente debido a que se reduce la llamada “maldición del ganador” (el riesgo de que un adjudicatario pague más que el valor común de mercado que tendrá el título en el mercado secundario luego de la subasta).

101. La aparición del euro ha provocado cambios significativos en las prácticas de gestión de la deuda de algunos miembros menores de la UEM. Por ejemplo, Portugal ahora usa consorcios bancarios para lanzar el primer tramo de cada nueva emisión de bonos, dado que

---

<sup>16</sup>Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, 2001, *Developing Government Bond Markets: A Handbook* (Washington).

este tramo corresponde a alrededor de 40% del monto final a emitir fijado como meta. Portugal cree que siendo un actor menor en el mercado de bonos públicos en euros, los consorcios bancarios le ayudan a conseguir más control sobre el precio de la emisión y a fomentar una mayor diversificación de la base de inversionistas. Luego se usan subastas para las futuras emisiones del mismo título.

102. Cuando se solicitan préstamos en mercados extranjeros, la mayoría de los países se basa en consorcios bancarios suscriptores para que les ayuden a fijar el precio y colocar los valores con inversionistas extranjeros, dado que estas solicitudes normalmente no son aceptadas en un volumen o con regularidad suficientes como para justificar el uso de una técnica de subastas. Sin embargo, algunos países como Suecia y el Reino Unido han notado que es más eficaz en función de los costos separar las decisiones relativas al financiamiento de las decisiones sobre la cartera utilizando derivados financieros, y recaudar fondos en moneda extranjera mediante la emisión de más deuda en moneda nacional y canjearla por obligaciones en moneda extranjera —técnica que tiene el beneficio agregado de ayudar a mantener grandes volúmenes de emisión en mercados internos cuando la necesidad de endeudamiento interno es moderada—. Los países industriales más grandes —Estados Unidos y Japón— tienen una política de vieja data de emitir únicamente valores denominados en moneda nacional en sus mercados internos, y abstenerse de recaudar fondos en el exterior. Algunos países miembros potenciales de la UEM como Polonia y Eslovenia, y el participante del MTC 2, Dinamarca, prefieren emitir valores denominados en euros al recaudar financiamiento externo, ya que en última instancia éstos pasarían a ser instrumentos en moneda nacional si ingresan a la UEM.

103. La mayoría de los países han tomado medidas para aumentar la transparencia del proceso de subastas en el mercado interno con miras a reducir el grado de incertidumbre en el mercado primario y lograr costos de endeudamiento más bajos. Casi todos los países anuncian por adelantado sus planes de endeudamiento y calendarios de subastas (cuadro 2) para que los posibles inversionistas puedan ajustar sus carteras con antelación de modo que dejen espacio para nuevos valores públicos, y divulgan públicamente el reglamento de las subastas y las funciones y responsabilidades de los operadores primarios de modo que los participantes en el mercado comprendan cabalmente las reglas del juego. Por ejemplo, en Brasil y Polonia el reglamento básico para la emisión de letras y bonos del Tesoro está amparado por ordenanzas decretadas por el ministro de finanzas, y los detalles de cada emisión se describen en notas que se publican en el sitio de Internet del ministerio. Las fechas de las subastas en Polonia se anuncian a principios de cada año y en Brasil mensualmente, y se mantiene un calendario en el sitio de Internet del ministerio. En Polonia, dos días antes de la subasta, se publica información detallada sobre la subasta venidera en el sitio de Internet y en Reuters.

104. Los procesos de subasta también se están volviendo más eficientes a medida que los países automatizan sus procedimientos de subasta y exploran la posibilidad de usar la Internet para emitir valores. Por ejemplo, Irlanda y Portugal realizan sus subastas a través del sistema electrónico Bloomberg, lo que redujo a menos de 15 minutos el lapso entre el cierre de la subasta y la publicación de los resultados de la subasta. Entre los países de mercado

emergente y en desarrollo, India y Jamaica han dado pasos para introducir subastas electrónicas de su deuda, y Brasil, además de utilizar subastas electrónicas desde septiembre de 1996, en enero de 2002 comenzó a emitir valores para pequeños inversionistas a través de Internet.

105. Los países también están dando pasos para eliminar los reglamentos que han creado clases cautivas de inversionistas y distorsionaban los resultados de las subastas. Solamente un país declaró que limitaba la participación extranjera en las subastas (cuadro 2). Dichos reglamentos han sido un problema particular en muchos países de mercado emergente y en desarrollo, especialmente cuando las reglas de prudencia exigían que algunas instituciones tuvieran obligatoriamente una porción de sus activos en valores públicos. Como resultado, Marruecos y Sudáfrica, por ejemplo, tomaron medidas para eliminar gradualmente estos requisitos y ampliar la base de inversionistas en valores públicos. Mientras que la eliminación de esos requisitos puede hacer que en breve plazo aumenten las tasas de interés a niveles de equilibrio del mercado, la consiguiente ampliación de la base de inversionistas debería provocar que el mercado interno de valores públicos se vuelva más desarrollado y líquido. Con el paso del tiempo esto debería producir un ahorro en el costo de servicio de la deuda ya que el gobierno estará en mejores condiciones para implementar la estructura de deuda de su preferencia.

106. Las ventajas de usar operadores primarios para respaldar la emisión de valores en el mercado interno es tema de debate<sup>17</sup>. Según el cuadro 2, trece de los países encuestados han puesto en práctica sistemas de operadores primarios fundándose en que estas instituciones ayudan a asegurar el éxito de las subastas, que brindan una fuente uniforme de liquidez para el mercado secundario, y que los operadores primarios pueden ser para los administradores de la deuda una fuente útil de información sobre la evolución del mercado y cuestiones de política de gestión de la deuda. Por otra parte, en la conferencia de consultas, algunos países indicaron que un sistema de operadores primarios que ofrezca privilegios especiales puede ayudar a alentar a los participantes en el mercado a desempeñar una función en el desarrollo del mercado en general, especialmente cuando el mercado está en una etapa inicial de desarrollo. Sin embargo, hay varios países industriales —Dinamarca, Japón y Nueva Zelandia— que consideran innecesario establecer un sistema de operadores primarios. En efecto, en la conferencia de consultas, un país señaló que sus costos de endeudamiento disminuyeron considerablemente luego de abolir su sistema de operadores primarios. Del mismo modo, algunos países en desarrollo y de mercados emergentes han cuestionado los beneficios de instaurar sistemas de operadores primarios dado que sus mercados son

---

<sup>17</sup>Los agentes primarios son un grupo de agentes de valores públicos designados por las autoridades cuya función es officiar como intermediarios especializados entre el gobierno y los inversionistas. Usualmente reciben privilegios especiales de licitación en las subastas primarias de valores públicos (y en algunos casos acceso al crédito del banco central), a cambio del acuerdo de asegurar que las subastas se suscriban en su totalidad y realizar funciones de creación de mercado en el mercado secundario.

demasiado pequeños, con muy pocos participantes en el mercado, para que se justifique dicho sistema. Por lo tanto, se han preparado para permitir que los participantes en el mercado secundario determinen por sí mismos cuál de ellos puede beneficiarse al actuar como agente creador de mercado en el mercado secundario. Por otra parte, algunos países que tienen sistemas de operadores primarios, como Estados Unidos, además de tener éstos acceso a las subastas, otros participantes en el mercado también lo tienen siempre que cuenten con un mecanismo de pago que facilite la liquidación de sus obligaciones correspondientes a la subasta. Por consiguiente, cada país necesita evaluar, en su propia situación, si los beneficios potenciales de un sistema de operadores primarios pesan más que sus costos. La solución de compromiso probablemente dependerá del estado de desarrollo del mercado financiero y, para algunos países, tal vez no haya necesidad de ofrecer privilegios especiales para alentar a los participantes en el mercado a tomar la iniciativa para desarrollar el mercado.

107. Para fomentar mercados desarrollados y líquidos para sus valores, la mayoría de los gobiernos han tomado medidas encaminadas a minimizar la fragmentación del saldo de su deuda. Dieciséis países declararon que se esfuerzan por crear una cantidad limitada de valores de referencia en puntos clave de la curva de rendimientos (cuadro 2). Generalmente utilizan una combinación de letras del Tesoro tradicionales y bonos con cupones desprovistos de opciones incorporadas. Estos valores de referencia normalmente se componen emitiendo el mismo valor en el curso de varias subastas (“reaperturas”) y, en algunos casos, se recompran antes de su vencimiento las emisiones anteriores que ya no se comercian activamente en el mercado. La ampliación de la curva de rendimientos para instrumentos de tasa fija más allá de un número limitado de plazos cortos ha planteado un desafío importante para los países que tienen un historial de políticas macroeconómicas débiles. Por consiguiente, Brasil, Colombia, Jamaica y México, por ejemplo, han tratado de extender el vencimiento de su deuda ofreciendo inicialmente valores indexados por inflación o cierto tipo de cambio hasta el momento en que despierten el interés de los inversionistas por valores de tasa fija a más largo plazo.

108. A pesar del afán de minimizar la fragmentación del saldo de la deuda, algunos países industriales y Sudáfrica han estado trabajando con empeño en el desarrollo de un mercado de valores públicos indexados por inflación. A diferencia de los países de mercado emergente y en desarrollo en los que dichos instrumentos se consideran como un medio útil para extender la curva de rendimientos, para los países industriales y Sudáfrica el atractivo de estos instrumentos radica en que en parte les ha permitido reducir los costos de endeudamiento al evitar la necesidad de compensar a los inversionistas por la prima de la incertidumbre en materia de inflación que se piensa que existe en la rentabilidad de los bonos nominales. Esto era cierto especialmente cuando se lanzaron estos programas, dado que en muchos casos en aquel momento el diferencial entre el rendimiento nominal y el indexado por inflación (un indicador de las expectativas del mercado con respecto a la inflación futura) tendía a estar por encima del objetivo de inflación establecido por el banco central, aunque los valores indexados por inflación eran menos líquidos que sus contrapartes nominales. También ayudan a reducir el riesgo total implícito en el saldo de la deuda porque los costos del servicio de la deuda de valores indexados por inflación no guardan mayor correlación con los

de los valores convencionales<sup>18</sup>. No obstante, a la mayoría de los países les ha resultado difícil desarrollar un mercado secundario líquido para los valores indexados por inflación, lo que implica que los rendimientos que pagan los gobiernos pueden incluir una prima para remunerar la liquidez de los inversionistas.

109. En situaciones en que la necesidad de endeudamiento es módica o declina con el paso del tiempo debido al superávit fiscal, los administradores de la deuda en Brasil, Dinamarca, Irlanda, Nueva Zelandia, Sudáfrica, Suecia, el Reino Unido y, en menor grado, Estados Unidos han recomprado valores que ya no se negocian activamente en el mercado a los efectos de maximizar el tamaño de las nuevas emisiones, y frecuentemente ofrecerán canjear los valores más viejos por nuevas emisiones de valores de referencia con plazos de vencimiento similares. Esto ayuda a minimizar la fragmentación del saldo de la deuda y a concentrar la liquidez del mercado en una pequeña cantidad de valores, para ayudar de este modo a asegurar que todavía se puedan negociar activamente aunque el total de la deuda pendiente pueda estar en declinación. El Reino Unido también ha tratado de mantener el volumen de emisiones nuevas en el mercado de bonos en un período de superávit fiscales permitiendo que aumentara temporalmente su tenencia de activos financieros cuando recibió una gran inyección de dinero inesperada como fruto de la venta de licencias para operadores de teléfonos móviles. Además, Dinamarca, Suecia y el Reino Unido ofrecen a los participantes en el mercado una línea de crédito para préstamos temporales o para obtener mediante repo ciertos valores que escasean en el mercado, aunque a tasas de interés punitivas, a los efectos de asegurar que el mercado de valores públicos no sea afectado excesivamente por distorsiones en el nivel de las tasas de interés del mercado.

110. Los países encuestados también mantienen un activo programa de relaciones con los inversionistas, por el que se reúnen regularmente con participantes importantes del mercado para tratar las necesidades de financiamiento del gobierno y la evolución del mercado, y estudiar maneras de mejorar el mercado primario. Dicho programa, con la adecuada asistencia de público y personal, ha resultado de gran utilidad para ayudar a los países en la gestión de sus deudas en tiempos difíciles, y en la comunicación de mensajes sobre las políticas económicas y financieras de los gobiernos a los acreedores internos y externos. Por ejemplo, las autoridades de Sudáfrica tienen un programa de relaciones con los

---

<sup>18</sup>Un efecto secundario provechoso de la emisión de valores indexados por inflación es que los bancos centrales de los países que tienen dichos valores han notado que el diferencial entre los rendimientos de la deuda nominal e indexada por inflación puede ser un indicador útil de la inflación prevista para la política monetaria que se ha de aplicar. Sin embargo, para que este indicador sea fiable, el mercado de valores indexados por inflación debe ser tan líquido que los precios no se distorsionan a causa de factores técnicos asociados a las transacciones individuales, o que al menos las distorsiones sean razonablemente estables a lo largo del tiempo. Se puede encontrar más información sobre las ventajas y el diseño de valores indexados por inflación en: R.T. Price, 1997, *The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds*, Working Paper WP/97/12, del FMI.

inversionistas, por el que los funcionarios administradores de la deuda realizan giras para reunirse con inversionistas, operadores primarios y otras instituciones financieras, y explicar la evolución del mercado y las finanzas públicas de Sudáfrica. Del mismo modo, los programas de relaciones con los inversionistas de Japón y Dinamarca permiten a los administradores de la deuda mantener un contacto periódico y estrecho con la comunidad financiera. Se considera que en ambos países éste es un canal importante para mejorar la comprensión de la situación financiera y las operaciones de la gestión de la deuda del gobierno, por lo que se le asigna una gran urgencia a estos programas en las actividades de la gestión de la deuda. A través de reuniones periódicas con funcionarios administradores de la deuda los participantes en el mercado de ambos países tienen la oportunidad de hablar sobre la gestión de la deuda pública, incluso la necesidad potencial de modificar o introducir nuevos instrumentos financieros.

111. A raíz del incumplimiento de la deuda por parte de Argentina en 2001, surgió el problema de determinar si los instrumentos de deuda del gobierno también se deberían renegociar o adjuntarles cláusulas de acción colectiva para las condiciones de los cupones y el reembolso, por ejemplo, reglas de votación por mayoría. En efecto, como se indica en su Comunicado del 28 de septiembre de 2002, el CMFI alentó a la comunidad oficial, al sector privado y a los emisores de deuda soberana a continuar el trabajo sobre el desarrollo de cláusulas de acción colectiva, y a promover su uso en las emisiones internacionales de bonos soberanos. Según los datos presentados en el cuadro 2, seis países (Brasil, Dinamarca, Eslovenia, Suecia, Polonia, y el Reino Unido) las establecieron en algunos valores emitidos en mercados internacionales, mientras que ninguno las ha adjuntado a su deuda interna. La capacidad que tiene un país para adjuntar cláusulas de acción colectiva a sus emisiones internacionales de deuda depende de la práctica y leyes del mercado donde se emite el valor. Por ejemplo, Eslovenia y Suecia han adjuntado estas cláusulas a la deuda emitida en el mercado de eurobonos, que está regido por la ley inglesa. Por otro lado, no se adjuntan estas cláusulas en otros mercados, como el de Alemania y el Estado de Nueva York.

### ***Mercado secundario***

112. Los administradores de la deuda de muchos países trabajan activamente con los participantes en el mercado y otras partes interesadas para mejorar el funcionamiento del mercado secundario de valores públicos. Por ejemplo, las autoridades de Italia, Polonia, Portugal, Suecia y el Reino Unido han establecido sistemas de operadores primarios y han trabajado estrechamente con participantes en el mercado para promover el comercio electrónico de valores públicos. Además, los administradores de la deuda de India e Italia han trabajado junto a otras partes interesadas para aliviar las distorsiones causadas por el tratamiento tributario de la rentabilidad sobre los valores públicos. A su vez, los administradores de la deuda de Japón, Nueva Zelandia, Sudáfrica y el Reino Unido han trabajado con participantes en el mercado para desarrollar mercados auxiliares, como los mercados de futuros, repo y STRIPS que ayudan a profundizar el mercado de valores públicos.



113. Dada la importancia de un sistema sólido de compensación y liquidación para el funcionamiento del mercado de valores públicos, no es sorprendente ver que muchos administradores de la deuda han estado trabajando con las respectivas partes interesadas para mejorar los sistemas de sus países. Por ejemplo, en Brasil, Japón y Polonia, los administradores de la deuda apoyaron la introducción de la liquidación bruta en tiempo real para las transacciones de valores públicos. En India, el banco central ayudó a establecer una contraparte central para la liquidación de las transacciones directas y con repos de valores públicos, a través de la cual se espera lograr un crecimiento significativo de las negociaciones en esos mercados. Los funcionarios de Jamaica están trabajando con participantes en el mercado para llevar el soporte físico de los valores públicos dentro de la depositaria central a un formato electrónico con el propósito de aumentar la eficiencia de la negociación del mercado secundario.

### **Consideraciones en materia de implementación**

114. Aunque la exposición precedente parece indicar que hay una serie de medidas que pueden tomar los gobiernos para desarrollar los mercados primario y secundario de sus países, la secuencia de las reformas y la velocidad de la desreglamentación dependerá de las circunstancias propias de cada país. Sin embargo, la experiencia de muchos países en el desarrollo de estos mercados demuestra la importancia de que exista un sólido marco de política macroeconómica y fiscal para que los inversionistas estén dispuestos a mantener valores públicos sin temer que el rendimiento de sus inversiones se menoscabe inesperadamente a raíz de la inflación o por problemas de viabilidad de la deuda.

115. Los países que deseen desarrollar sus mercados internos también deberán tener presente que al intentar desarrollar un mercado de valores públicos a lo largo de la curva de rendimiento se pueden generar algunos costos a corto plazo para los gobiernos a medida que los administradores de la deuda se esfuerzan por desarrollar una base de inversión para dichos valores. Por ejemplo, la curva de los rendimientos podría ser muy empinada debido a una atonía macroeconómica, y en algunos casos puede ser muy fuerte el efecto sobre la viabilidad de la deuda causado por los costos extraordinarios del servicio de la deuda incurridos, o los inversionistas simplemente pueden no estar dispuestos a comprar esta deuda. Por lo tanto, los administradores de la deuda necesitan decidir caso por caso si los beneficios superan a los costos. Además, para asegurar que un mercado funcione correctamente, se deberá emitir deuda de manera previsible utilizando instrumentos y prácticas uniformes de modo que el comportamiento del emisor no trastorne la actividad del mercado y los inversionistas puedan acostumbrarse a los instrumentos que se negocian. Obviamente, pueden surgir situaciones en las que al gobierno le resulte oneroso el honrar un compromiso o se vea tentado a tratar de ahorrar costos a corto plazo manipulando el resultado de una subasta. No obstante, una voluntad manifiesta de desarrollar el mercado debería, con el tiempo, contribuir a que el mercado sea más líquido y a que disminuyan los costos del endeudamiento.