

RESUMEN

1. Teniendo presente el importante papel que puede desempeñar la gestión de la deuda pública para ayudar a los países a hacer frente a las perturbaciones económicas y financieras, el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) solicitó que el personal del FMI y el Banco Mundial trabajaran conjuntamente en colaboración con expertos nacionales en gestión de la deuda para formular una serie de directrices aplicables a la gestión de la deuda pública con miras a ayudar a los países a reducir su vulnerabilidad financiera. Cuando los Directorios Ejecutivos del FMI y del Banco Mundial aprobaron las directrices en la primavera de 2001, solicitaron que los funcionarios de ambas instituciones también prepararan un documento complementario con estudios de caso para ilustrar la manera en que países de diversos lugares del mundo, que se encuentran en diferentes etapas de desarrollo económico y financiero, están desarrollando su capacidad de gestión de la deuda en forma congruente con las directrices. La experiencia de estos países seguramente ofrecerá algunas sugerencias prácticas sobre las medidas que pueden adoptar otros países para desarrollar su capacidad de gestión de la deuda pública.

2. Los 18 estudios de caso que figuran en el presente informe, ordenados alfabéticamente según su nombre en inglés, demuestran claramente la rápida evolución que se está produciendo en el campo de la gestión de la deuda pública. A diferencia de hace 15 o 20 años, hoy en día los países están mucho más interesados en administrar los riesgos financieros y operativos que forman parte inherente de la cartera de títulos de deuda. Asimismo, la gestión del saldo de la deuda es cada vez más sofisticada, sobre todo en países con un historial de niveles de deuda excesivos o aquellos que han experimentado perturbaciones relacionadas con un cambio de sentido de las corrientes de capital. Todos estos aspectos se consagran en una serie de temas globales que se desprenden de los estudios de caso de los países. Dichos temas se describen a continuación.

3. El primer tema principal es que los objetivos de la gestión de la deuda, y el marco institucional que se requiere para atender dichos objetivos, se están haciendo más estructurados. Todos los países estudiados cuentan con objetivos explícitos para la gestión de su deuda, que se centran en la necesidad de obtener préstamos al menor costo posible a mediano y largo plazo. Aunque la mayor parte de las declaraciones de objetivos de los países también hacen referencia explícita a la necesidad de administrar los riesgos de manera prudente, ello no ocurre en todos los casos. No obstante, la referencia a la gestión de costos a mediano y largo plazo puede interpretarse como una conciencia de la necesidad de evitar estructuras de deuda peligrosas cuyo costo podría ser inferior a corto plazo pero que podrían desencadenar costos de servicio de la deuda mucho más altos en el futuro. Evidentemente, estos países no están tratando de minimizar los costos a corto plazo sin tomar en cuenta los riesgos pertinentes. Obviamente, es más fácil en la teoría que en la práctica evitar estructuras de deuda peligrosas. En algunos países, el costo de obtener préstamos internamente mediante la emisión de instrumentos de tasa fija a largo plazo podría ser demasiado prohibitivo a corto plazo debido a las precarias condiciones macroeconómicas o a que ese segmento del mercado no funciona bien. Por lo tanto, muchos países están dedicando esfuerzos y recursos importantes al desarrollo de un mercado interno de deuda pública a fin de poder reducir, a la

larga, el riesgo de refinanciamiento y otros riesgos de mercado asociados al saldo de la deuda, aunque los beneficios solo se observen en el futuro y a pesar del mayor gasto de servicio de la deuda que esto entrañaría a corto plazo.

4. Otro aspecto del marco institucional más sistemático puede deducirse de la estructura orgánica en que se basa la gestión de la deuda. Existe una clara tendencia hacia el establecimiento de un marco jurídico adecuado que sirva como apoyo para la gestión de la deuda, así como hacia la máxima centralización de las actividades de gestión de la deuda en una sola entidad, aun cuando la entidad elegida para ello difiera según las circunstancias del país. En la medida de las posibilidades según sus circunstancias, los países estudiados han adoptado medidas que les permitan separar la aplicación de la política monetaria de la gestión de la deuda, asegurándose al mismo tiempo de que la coordinación a nivel operativo siga siendo propicia para el intercambio de información sobre las corrientes de liquidez del gobierno entre los administradores de la deuda y las autoridades fiscales y monetarias, y de que las dos actividades no entren en conflicto en los mercados financieros. Los países también han adoptado una serie de medidas para definir claramente las funciones y responsabilidades de los administradores de la deuda y para someter las actividades de gestión de la deuda a controles financieros y administrativos apropiados. Esto ha servido para garantizar la existencia de las salvaguardias indicadas para administrar los riesgos operativos de la gestión de la deuda.

5. Este marco institucional más estructurado se ha visto acompañado también de la transparencia en las actividades de gestión de la deuda y de mecanismos apropiados para la rendición de cuentas. Los administradores de la deuda en los países objeto de estudios de caso hicieron hincapié en la necesidad de velar por que el público esté plenamente informado sobre la situación financiera del gobierno, los objetivos que rigen la gestión de la deuda, y las estrategias y modalidades utilizadas por los administradores de la deuda para alcanzar estos objetivos. Asimismo, recurren a una serie de mecanismos de comunicación, tales como informes oficiales periódicos y comunicados para los medios de comunicación, a fin de presentar informes sobre sus resultados en el logro de los objetivos y esbozar en términos generales sus planes y prioridades para el año siguiente. En algunos países, el desempeño en el ámbito financiero y en materia de liderazgo en general también está sujeto a un examen externo periódico. Esto es reflejo del consenso general que existe en los países de que cuando hay poca incertidumbre respecto a los objetivos y aplicación de la gestión de la deuda y la situación de las finanzas públicas, los mercados funcionan mejor, y el costo del servicio de la deuda se reduce al mínimo.

6. Un segundo tema principal se relaciona con el alto nivel de conciencia que existe sobre la importancia de la gestión del riesgo de la deuda pública, y el consenso creciente respecto a las técnicas más apropiadas para la gestión del riesgo. Muchos de los países estudiados recurren a modelos de flujo de caja para analizar los costos y riesgos de las diferentes estrategias de endeudamiento. En ellos, el costo se mide en función del costo previsto o más probable a mediano y largo plazo del servicio de la deuda, mientras que el riesgo equivale al aumento potencial o a la volatilidad del costo durante el mismo período. Por ese motivo, conviene considerar el costo de la deuda en función de su efecto sobre el

presupuesto público; las mediciones del flujo de caja son una manera natural de cuantificar dicho impacto. Unos pocos países están comenzando a aplicar, a título experimental, modelos que conjugan las variables correspondientes al servicio de la deuda y las variables macroeconómicas con miras a medir más directamente el costo y el riesgo de la deuda en relación con los ingresos del gobierno y otros gastos, o sea, modelos que conjugan los activos y pasivos del gobierno. En muchos otros casos, este enfoque de gestión de activos-pasivos se ha utilizado de manera más limitada; se analizan conjuntamente las características de riesgo de los activos financieros del gobierno (por ejemplo, las reservas en divisas) y la deuda a fin de determinar la estructura más apropiada de activos y pasivos.

7. La gestión del riesgo operativo también ha sido objeto de una mayor atención. Este aspecto se ha abordado, en gran medida, mediante estructuras institucionales que permiten una clara asignación de facultades y funciones, manuales de operación que detallan los procedimientos más importantes, reglas sobre los conflictos de intereses, líneas de rendición de cuentas claras, y auditorías propiamente dichas. Pero hoy en día, muchas unidades de gestión de la deuda también tienen, por separado, oficinas encargadas del análisis de los riesgos, así como del diseño y control de los mismos. Algunas de estas oficinas también tienen la función de analizar estrategias para la gestión de los costos y riesgos de la deuda, mientras que en otros casos, la responsabilidad del análisis estratégico se ha separado de la unidad de control de riesgos.

8. Estas unidades de gestión de la deuda, que comercian su deuda o asumen posiciones tácticas de riesgo, tienen estructuras de control especialmente sólidas en sus oficinas de análisis y control de riesgos. Sin embargo, la utilización del enfoque sistemático del análisis de riesgo y las estructuras de control no es universal, sino que depende en gran medida de las circunstancias del país. De hecho, en el pasado, la estructura de la deuda de varios países industrializados considerados líderes en este campo también entrañaba grandes riesgos e incluía una proporción considerable de deuda en divisas; en consecuencia, les convenía adoptar un enfoque más sistemático con relación a la gestión financiera y el riesgo de la deuda pública, mientras que a otros países, con mercados de deuda internos más desarrollados y líquidos y, por consiguiente, con poca y hasta ninguna deuda en divisas, la estructura de la deuda conlleva un riesgo mucho menor, y es muy inferior la necesidad de una estrategia organizada de gestión de la deuda basada en el análisis de los costos y los riesgos. Por otra parte, los países de mercado emergente y en desarrollo, muchos de los cuales también han tenido estructuras de deuda arriesgadas, solo empezaron a desarrollar su capacidad de gestión de este riesgo en una etapa ulterior. Algunos ya están utilizando modelos y sistemas similares a los de los países industrializados, mientras que otros todavía están desarrollando esta capacidad, y aunque han registrado buenos avances, la experiencia demuestra que el proceso puede llevar años. En todo caso, tal vez algunos países no tengan que construir modelos y sistemas tan complejos como los que utilizan los países industrializados, ya que sus opciones de emisión de deuda son menores, y sus mercados se prestan menos al análisis estadístico. Más bien, estos países deben tratar de fijar metas factibles para sus modelos, limitadas a aspectos realmente útiles.

9. También es evidente que se están dedicando muchos recursos financieros y tiempo de gestión a desarrollar las tecnologías y los sistemas que se requieren para cumplir con estas tareas. Esto demuestra la necesidad de garantizar que los sistemas adquiridos sean congruentes con las necesidades del gobierno según la etapa de desarrollo del país. No hace falta que estos sistemas incluyan todas las características más modernas y sofisticadas; de hecho, muchos de los modelos de simulación de flujos de caja utilizados en el análisis costos/riesgos se basan en hojas de cálculo. El proceso utilizado por los países para adquirir tecnología ha variado según las circunstancias propias de cada país. Algunos han optado por comprar sistemas disponibles en el comercio que fueron concebidos para instituciones financieras del sector privado, y los han adaptado a sus necesidades, mientras que otros han decidido desarrollar sus propios sistemas internamente. Algunos sistemas son muy básicos y se concentran en las necesidades principales de registro, notificación y análisis de la deuda, mientras que otros están integrados en diversos sistemas de administración de fondos, contabilidad y presupuesto. Esto recalca una vez más la idea de que la tecnología apropiada varía considerablemente según las circunstancias específicas del país, y que muchos países todavía siguen poniendo a prueba sistemas para saber cuáles se adaptan más a sus necesidades.

10. El tercer tema importante que surgió de los estudios de caso es la sorprendente convergencia entre los enfoques adoptados por los países para emitir la deuda y promover un mercado financiero interno que funcione bien. Con frecuencia se recurre a la subasta de instrumentos de mercado estandarizados para emitir la deuda en los mercados internos. De hecho, los administradores de la deuda saben que si se desea fomentar la profundidad y liquidez de los mercados de los títulos públicos es preciso evitar una fragmentación excesiva del saldo de la deuda. Generalmente, las diferencias que existen guardan relación con la ejecución, y dependen, por ejemplo, de las características de los instrumentos emitidos y de la medida en que los administradores de la deuda están dispuestos a depender de agentes primarios para vender su deuda a los inversionistas finales. Sin embargo, cabe destacar que todos los países estudiados mencionaron que conviene trabajar en colaboración con operadores del mercado para desarrollar los mercados de títulos públicos nacionales y reducir a un mínimo la incertidumbre sobre las actividades de financiamiento público. Este enfoque parece haber mejorado la eficiencia de los mercados financieros internos en el curso del tiempo y haber reducido el costo para el gobierno de la obtención de préstamos, por el hecho de existir un mercado interno boyante que permite a los administradores de la deuda lograr una estructura de deuda que incorpore la relación riesgos-costos que prefiera el gobierno.

11. Cuarto, también es importante subrayar lo que no puede, de por sí, hacer una gestión sólida de la deuda. No puede reemplazar a unas políticas macroeconómicas y fiscales sólidas y, por sí sola, no basta para garantizar que el país estará protegido frente a las perturbaciones económicas y financieras. Evidentemente, una gestión de la deuda pública que sea congruente con las directrices puede ser importante para fomentar prácticas prudentes de gestión de la deuda y contribuir al desarrollo del mercado de títulos públicos. Sin embargo, muchos países también recalcaron que existe la necesidad de contar con un sólido marco de políticas macroeconómicas, caracterizado por un régimen cambiario apropiado, así como con un marco de política monetaria realmente centrado en la búsqueda de la estabilidad de

precios, niveles sostenibles de la deuda pública, una situación externa sólida y un sistema financiero bien supervisado. Un marco con esas características realmente contribuirá a inspirar confianza entre los participantes en el mercado financiero y a persuadirlos de que pueden invertir en títulos públicos con un mínimo de incertidumbre y, por lo tanto, constituye una condición previa importante para que los administradores de la deuda puedan lograr que la estructura de la misma realmente refleje la relación riesgos-costos que prefiere el gobierno y para ayudar al país en general a reducir al mínimo su vulnerabilidad ante las perturbaciones económicas y financieras. De hecho, a través de sus vínculos con los mercados financieros y sus actividades de gestión de riesgo, los administradores de la deuda pública tienen la capacidad de medir las repercusiones de las necesidades de financiamiento y los niveles de deuda del gobierno sobre el costo de obtener préstamos, y comunicar esta información a los asesores de política fiscal.

12. Por último, si bien los ejemplos de las prácticas de gestión de la deuda descritos en los estudios de caso y en las lecciones señaladas en el presente documento ofrecen cierta orientación práctica para las autoridades de todos los países que están tratando de fortalecer la calidad de la gestión de su deuda pública y reducir la vulnerabilidad de su país ante las perturbaciones económicas y financieras, ellos son especialmente importantes para los países pobres muy endeudados (PPME) y las economías en transición menos desarrolladas porque estos países se encuentran en una etapa más precoz del desarrollo de su capacidad de gestión de la deuda pública. Para estos países, además de seguir fortaleciendo sus funciones de gestión presupuestaria y de efectivo, una prioridad importante será aprender de las experiencias descritas en los estudios de caso con miras a sentar las bases correctas para la gestión de la deuda. En ese sentido, entre los primeros pasos que deberán tomar muchos de estos países habrá que introducir estructuras institucionales y de gobierno apropiadas para administrar bien los riesgos operativos y financieros que entraña la gestión de la deuda, establecer sistemas de información que recojan plenamente las características de todas las obligaciones financieras y pasivos contingentes del gobierno, y formular una estrategia de endeudamiento que incluya tanto la deuda interna como la externa. Esta última es especialmente importante, y la experiencia de los países incluidos en los estudios de caso parece indicar que el desarrollo de un mercado de deuda interna puede desempeñar un papel importante en el tiempo y ayudar a ampliar la gama de oportunidades de obtención de préstamos que tiene un país, facilitando así su esfuerzo de lograr la relación costos-riesgos deseada.