

BANCO MUNDIAL
FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

**Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo:
Nota de orientación para las autoridades nacionales**

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

24 de febrero de 2009

Índice	Página
I. Introducción.....	1
II. Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo.....	10
III. Difusión.....	23
IV. Aplicación y actividades complementarias	24
 Gráficos	
1a. Ejemplos del impacto de la depreciación del tipo de cambio en la relación entre deuda pública y PIB.....	3
1b. Tipo de cambio efectivo real y deuda en los países de ingreso bajo de África al sur del Sahara.....	3
2. Principales enlaces	8
3. Características de la actual cartera de deuda: País A	52
4. Ventajas y desventajas de la estrategia: País A	54
5. Características de la actual cartera de deuda: País B	55
6. Costos y riesgos de las estrategias: País B.....	58
 Recuadros	
1. Principales enlaces	7
2. EDMP, ASD y el MSD: Los vínculos	15
3. Vínculo entre la EDMP y los factores económicos estructurales específicos de cada país.....	19
4. La herramienta analítica de la EDMP	21
5. Elementos de un marco jurídico adecuado para la gestión de la deuda pública	28
6. Arreglos institucionales	29
7. Elementos convenientes de un sistema de registro de deuda.....	30
 Apéndices	
I. El marco institucional habilitante.....	27
II. Diseño de una EDMP: Lista de verificación para los gestores de la deuda	31
III. Indicadores de costos, riesgos y deuda	34
IV. Posibles fuentes de financiamiento.....	44

V. Formulación de la EDMP: Consideraciones de costos de la aplicación de la política monetaria.....	49
VI. La formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo en la práctica: Un ejemplo.....	51
VII. Modelo de documento publicado de estrategia de gestión de la deuda.....	59
VIII. Preparación de un plan de deuda a corto plazo: Un ejemplo	61
Cuadros de los apéndices	
1. Factores de costos y riesgos de distintos instrumentos de financiamiento	47
2. Factores macroeconómicos estructurales y vínculo con la elección de la EDMP	56
3. Ejemplo de plan de empréstitos	62

I. INTRODUCCIÓN

1. Aprovechando la experiencia que poseen, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI) crearon un marco sistemático e integrado para ayudar a los países a formular una estrategia eficaz de gestión de la deuda a mediano plazo (EDMP). El proceso de preparación de este marco se enriqueció con las consultas realizadas a varios órganos regionales e internacionales dedicados al fortalecimiento de la capacidad para la gestión de la deuda pública, y los aportes de las autoridades encargadas de la gestión de la deuda de diversos países en desarrollo. En esta nota se describe el marco necesario para formular una EDMP integral, y se proporciona un modelo para preparar un documento de estrategia de gestión de la deuda pública¹. La nota de orientación está acompañada de una herramienta analítica que puede utilizarse para realizar análisis básicos de costos y riesgos, lo cual constituye un aporte especial para el proceso de toma de decisiones sobre la estrategia de gestión de la deuda.

2. Las crisis financieras del decenio de 1990 demostraron claramente por qué la composición de la cartera de deuda pública es un factor importante en la capacidad de recuperación ante conmociones externas. En el gráfico 1a se muestra que, en algunos países (por ejemplo, Argentina, Brasil, Indonesia y Rusia), el riesgo cambiario fue un factor determinante del aumento de los niveles de deuda. En otros casos, la materialización de una obligación eventual implícita relacionada con el sector bancario (como en el caso de Turquía, Corea o Tailandia) o el costo de afrontar otros pasivos del sector privado agravó las vulnerabilidades existentes en la cartera de deuda con un efecto negativo similar en el nivel de deuda general y el presupuesto del Gobierno. En el caso específico de los países de ingreso bajo, las variaciones de los tipos de cambio efectivos reales, a menudo impulsadas por tendencias desfavorables del precio de los productos básicos, contribuyeron significativamente a atraer problemas de sostenibilidad de la deuda, lo cual también puso de manifiesto la importancia de contar con una estrategia adecuada de gestión de la deuda (véase el gráfico 1b). Esta experiencia demuestra la necesidad de formular estrategias eficaces para ayudar a mitigar el riesgo.

3. La crisis financiera reciente también contribuyó a resaltar los beneficios de formular y aplicar una estrategia adecuada, a pesar de que algunos países de ingreso mediano están mejor preparados que otros para hacer frente a los desafíos financieros y fiscales conexos debido a sus esfuerzos constantes por reducir las vulnerabilidades de sus carteras de deuda².

¹ Por lo tanto, complementa y amplía la discusión sobre la formulación de la estrategia de gestión de la deuda, presentada en el documento de 2003 del Banco Mundial y el FMI titulado *Directrices para la gestión de la deuda pública* (las “*Directrices*”). Preparó la nota un grupo de trabajo conjunto del Banco Mundial y el FMI compuesto por Karina García-Casalderrey, Lars Jessen, Shyamalendu Pal, Angélique de Plaa, Abha Prasad, Francis Rowe, Tihomir Stucka, Mark Thomas, Eriko Togo y Antonio Velandia-Rubiano (Banco), y Bernardin Akitoby, Myrvin Anthony, Allison Holland, Peter Kunzel, Christian Mumssen, Christian Mulder, Perry Perone y Abdourahmane Sarr (Fondo).

² Véase el debate de *Managing Public Debt: Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity* (de próxima aparición), documento conjunto para los directorios del Banco Mundial y el FMI.

4. La Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (IADM) ha reducido considerablemente la carga de la deuda en muchos países de ingreso bajo y ha liberado recursos para ayudar a financiar los programas públicos a favor del crecimiento. También ha generado nuevas oportunidades para acceder a fuentes de financiamiento en condiciones no concesionarias, incluidos los mercados internacionales de capital. Aunque la crisis financiera reciente puede haber cerrado temporalmente algunas de esas vías de financiamiento, es probable que estas nuevas fuentes se conviertan en una de las alternativas más comunes de este grupo de países en el futuro. Aunque son bienvenidas, estas oportunidades dan lugar a nuevos riesgos y desafíos. A menudo, los países se enfrentan en el mercado con propuestas nuevas y excluyentes entre sí sobre las posibles alternativas de financiamiento, mientras que en muchos casos no cuentan con un marco coherente para evaluar profundamente los costos y riesgos conexos. Por ejemplo, ¿cómo debería determinarse la combinación apropiada de deuda en condiciones concesionarias y cuasiconcesionarias? ¿Un país debería aprovechar los mercados internacionales de capital? ¿Cuáles son las consecuencias, en términos de costos y riesgos, de extender los vencimientos del endeudamiento interno? Tal como lo han experimentado muchos países de mercados emergentes, las decisiones financieras inadecuadas, incluso sobre las condiciones y la estructura de la nueva deuda, pueden contribuir a la reaparición de importantes vulnerabilidades relativas a la deuda, lo cual pone en riesgo la sostenibilidad de los pagos y la posibilidad de lograr los objetivos de política macroeconómica.

5. El objetivo del marco es ayudar a los países a formular una EDMP en la que se reconozcan explícitamente los costos y riesgos del caso, se tomen en cuenta los vínculos con otras políticas macroeconómicas, se mantenga la coherencia con la sostenibilidad de la deuda y se pueda facilitar el desarrollo del mercado de deuda interno³. De esta forma puede contenerse el riesgo para el balance general del país, al tiempo que se minimiza la posible carga relativa a la deuda para los contribuyentes y se maximizan los recursos disponibles para otros gastos.

³ Si bien este marco se diseñó específicamente teniendo en cuenta el contexto de los países de ingreso bajo, es de aplicación más general y podría ser igual de útil en otras economías en desarrollo y de mercados emergentes.

Gráfico 1a. Ejemplos del impacto de la depreciación del tipo de cambio en la relación entre deuda pública y PIB (puntos porcentuales del PIB)

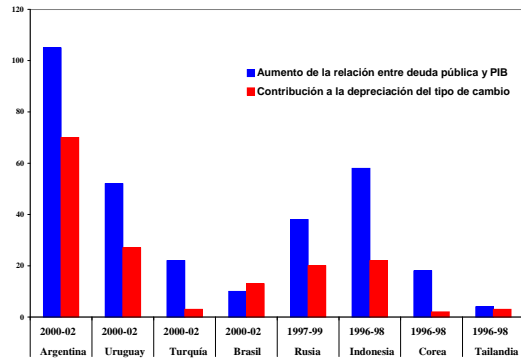
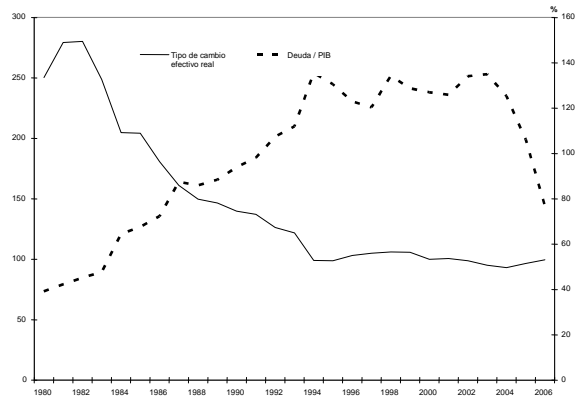


Gráfico 1b. Tipo de cambio efectivo real y deuda en los países de ingreso bajo de África al sur del Sahara



¿Qué es una EDMP?

6. A la hora de determinar la mejor forma de satisfacer las necesidades financieras del Gobierno, el gestor de la deuda⁴ se encuentra con muchas alternativas que pueden dificultar su decisión sobre los instrumentos que utilizará. Por ejemplo, si las tasas de interés externas son inferiores a las tasas internas, la deuda en divisas puede parecer atractiva. Sin embargo, la ventaja se vuelve menos concreta cuando se tienen en cuenta el riesgo cambiario, que determinará el costo *ex post* de la deuda en divisas, u otras consideraciones relativas a los objetivos del Gobierno en lo que hace al desarrollo del mercado de deuda pública nacional. En la estrategia de gestión de la deuda se deberían señalar y explicar estas alternativas.

7. Una EDMP es un *plan* que el Gobierno tiene previsto aplicar a mediano plazo⁵ a fin de lograr *la composición deseada de la cartera de deuda del Gobierno*, que registra las preferencias públicas relativas a las *alternativas de costos y riesgos*. Lleva a la práctica los objetivos de gestión de deuda de las autoridades nacionales, por ejemplo, garantizar que se satisfagan las necesidades de financiamiento y se cumplan las obligaciones de pago del Gobierno al menor costo posible y con un nivel prudente de riesgo. Una EDMP hace especial

⁴ El término “gestor de la deuda” se utiliza para describir genéricamente a las autoridades responsables de formular la EDMP. Aunque la responsabilidad primaria, al igual que la toma de decisiones, corresponderá al Ministerio de Finanzas, este término abarca la unidad u oficina de gestión de la deuda, que habitualmente encabezaría la preparación de la propuesta de la estrategia; no obstante, también podría abarcar una unidad macroeconómica del Ministerio de Finanzas si participa en la determinación de políticas que influyan en la elección de la composición de la deuda.

⁵ Un plazo mediano son habitualmente entre 3 y 5 años. Si el plazo es demasiado corto —por ejemplo, equivalente al ciclo presupuestario—, existe el riesgo de que domine la conveniencia a corto plazo, por lo que la atención se centraría en los costos a corto plazo y no en los riesgos que podrían producirse posteriormente. La evaluación del costo y los riesgos relativos a la estrategia debería tener como objetivo abarcar el ciclo económico completo, para considerar la aparición de tasas de interés a corto plazo posiblemente más altas y considerables movimientos del tipo de cambio, que aumentarían el costo de la deuda en gran medida.

énfasis en gestionar la *exposición al riesgo* implícita en la cartera de deuda, específicamente, las posibles variaciones del costo del servicio de la deuda y su efecto en el presupuesto. En especial, en la EDMP se identifica cómo varían los costos y los riesgos con la composición de la deuda. Aunque se puede formular una EDMP adecuada sin utilizar una herramienta cuantitativa, especialmente en países con opciones extremadamente limitadas, la aplicación de un análisis de hipótesis ofrece información útil, lo que permite al gestor de la deuda cuantificar los posibles riesgos presupuestarios de las estrategias alternativas de gestión de la deuda.

8. En principio, la EDMP abarca el total de la deuda del sector público no financiero. Esto incluye la deuda del Gobierno central (presupuestaria, extrapresupuestaria y fondos de seguridad social) y los Gobiernos locales y provinciales, y la deuda de las empresas públicas no financieras. Sin embargo, en la práctica, a menudo es útil hacer hincapié inicialmente en la deuda del Gobierno central, porque los datos suelen ser más fáciles de obtener y existen autoridades para aplicar la estrategia. El alcance de la EDMP puede ampliarse a medida que se disponga de nueva información y cuando los mecanismos institucionales permitan aplicar una estrategia más amplia e integral. Por ejemplo, para extender eficazmente la EDMP de modo que cubra la totalidad de la deuda del sector público no financiero, sería necesaria alguna forma de control del Gobierno central sobre las decisiones relativas a endeudamiento de los Gobiernos provinciales y locales y las empresas públicas no financieras.

9. Habitualmente, la EDMP se centra en las obligaciones directas reales del Gobierno y no en los pasivos eventuales⁶. No obstante, estos pueden tener una influencia importante en la sostenibilidad de la deuda y la solidez de la EDMP. En consecuencia, sería prudente considerar el riesgo potencial de que los pasivos eventuales se materialicen en situaciones hipotéticas específicas. Es necesario destacar que esto exige que los gestores de la deuda posean buena información sobre la naturaleza de estas obligaciones⁷.

Beneficios

10. Una EDMP constituye un marco mediante el cual las autoridades pueden decidir con fundamentos cómo se deberían resolver las necesidades de financiamiento del Gobierno, al tiempo que se tienen en cuenta las limitaciones y los riesgos potenciales. Un enfoque sistemático de este tipo para el proceso de toma de decisiones puede ayudar a fortalecer la función de gestión de la deuda, mejorar la capacidad analítica y ayudar a reducir el riesgo operacional incluso cuando la capacidad es limitada.

11. Si se adopta una EDMP explícita y formal, las autoridades pueden seguir los siguientes pasos:

⁶ No obstante, algunos países pueden incluir todas las formas de exposición explícita directa del Gobierno central, incluidas las garantías, en su definición de “deuda”.

⁷ En algunos casos, la falta de un sistema adecuado de seguimiento e información sobre las garantías del Gobierno ha agravado considerablemente las vulnerabilidades de la deuda (por ejemplo, en Turquía, en la crisis de 2001).

- **Evaluar las alternativas de costos y riesgos:** La EDMP permite tomar decisiones con fundamento, lo que garantiza que se reconozcan y señalen claramente los costos y riesgos asociados con cada estrategia. Al establecer objetivos estratégicos claros a mediano plazo, los gestores de la deuda pueden evitar tomar decisiones desacertadas por tener en cuenta únicamente los costos o por la conveniencia a corto plazo.
- **Identificar y gestionar los riesgos:** Incluso cuando las opciones de financiamiento son limitadas, la EDMP ayuda a identificar y seguir los principales riesgos financieros, y establecer estrategias que garanticen que los países se preparen para aprovechar las nuevas oportunidades de endeudamiento, de forma meditada y teniendo en cuenta los riesgos. La EDMP también facilita la gestión de riesgos al permitir considerar las alternativas existentes para su mitigación. Esto podría incluir el apoyo al crecimiento del mercado de deuda interno, el mantenimiento de depósitos de efectivo o reservas, o la creación de líneas de crédito comprometidas.

12. Además, una EDMP proporciona beneficios en varios aspectos:

- **Coordinación:** La EDMP facilitará la coordinación con las actividades de gestión financiera y monetaria, y ayudará a conciliar diferentes objetivos y limitaciones, especialmente en lo referente al desarrollo del mercado de deuda interno y la balanza de pagos. Además de mejorar la coordinación, permite que cada agente se centre más claramente en sus objetivos básicos, y esto contribuye a lograr mayor claridad y rendición de cuentas en la gestión de la deuda, que se separa de las políticas fiscales y monetarias.
- **Identificación de limitaciones:** La EDMP ayuda a identificar las limitaciones que influyen en las decisiones del gestor de la deuda, y permite aplicar los pasos necesarios para reducir esas limitaciones, siempre que sea posible.
- **Costo:** Una EDMP puede llegar a reducir el costo del servicio de la deuda, ya que si es eficaz y transparente respaldará el desarrollo del mercado de deuda interno y facilitará las relaciones con los inversionistas, acreedores y organismos de calificación crediticia.
- **Transparencia:** Una EDMP formal y explícita puede ayudar a fortalecer el respaldo a una dirección financiera responsable, lo que mejora la gestión de gobierno y la rendición de cuentas.

¿Cómo se integra la EDMP en el marco macroeconómico?

13. A fin de garantizar la coherencia entre la EDMP y el marco macroeconómico general, es importante que se comprendan cabalmente los enlaces y los efectos de la retroalimentación, y que existan mecanismos de coordinación (véase el recuadro 1). De hecho, es probable que estos enlaces sean más pronunciados en el caso de los países de ingreso bajo, en parte debido a los mercados de deuda internos que están menos desarrollados y en parte debido a las limitaciones de capacidad y la relativa deficiencia del

entorno institucional⁸. En este contexto, es vital que exista una estrecha coordinación para garantizar la sostenibilidad del conjunto de políticas en general.

14. En la práctica, el gestor de la deuda establece la EDMP tomando en cuenta las limitaciones que surgen principalmente del marco macroeconómico y el nivel de desarrollo del mercado financiero interno. A su vez, el análisis de la EDMP puede contribuir al análisis de las políticas macroeconómicas. Por otra parte, dada su perspectiva a mediano plazo, la EDMP puede respaldar los esfuerzos por desarrollar el mercado de deuda interno facilitando una estrategia transparente y predecible para el endeudamiento interno, lo cual respaldará la aplicación sistemática de nuevos instrumentos, y señalando los casos en los que existen impedimentos, especialmente en las instituciones y la infraestructura de mercado, de modo que el gestor de la deuda y otras autoridades puedan trabajar para sortearlos⁹.

⁸ Para preparar y aplicar una EDMP eficiente es necesario un contundente fortalecimiento de la capacidad en muchos países en desarrollo (véase en el apéndice I un debate sobre el marco institucional habilitante). Además, puede ser necesario reforzar la capacidad en otras esferas complementarias —como la gestión pública del efectivo y las provisiones conexas, los marcos fiscales y de gastos a mediano plazo, la aplicación de la política monetaria— a fin de maximizar los beneficios de una EDMP.

⁹ Por ejemplo, el gestor de la deuda puede incorporar un nuevo punto en la curva de rendimiento si confía en que puede sostenerse con una emisión continua a mediano plazo; este compromiso de continuar emitiendo este instrumento nuevo puede comunicarse posteriormente a los participantes del mercado. Véanse Banco Mundial y FMI (2003a, revisada), *Directrices para la gestión de la deuda pública*, y Banco Mundial y FMI (2001), *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, donde se debaten más ampliamente los beneficios de la regularidad y la previsibilidad en las emisiones de deuda.

Recuadro 1. Principales enlaces

En el gráfico 2 se describen los principales enlaces entre la EDMP y otras esferas de política clave; además, se indica cómo se utiliza el análisis de costos y riesgos para reunir esta información y contribuir a la selección de la EDMP más adecuada:

- EDMP, planificación fiscal y sostenibilidad de la deuda*
Ex ante, el nivel de deuda se determina principalmente a través de la política fiscal, aunque la composición de la deuda puede jugar un papel importante *ex post* (véase el gráfico 1a). Dada su perspectiva a mediano plazo, para ser más eficaz, la EDMP debe estar formulada dentro de un marco fiscal a mediano plazo (MFMP) totalmente operacional. El análisis de sostenibilidad de la deuda (ASD) determinará si la política fiscal implícita en el MFMP, y el nivel de deuda asociado, es sostenible a largo plazo. El marco de sostenibilidad de la deuda del Banco y el Fondo (MSD), herramienta clave para llevar a cabo ese análisis, incluye situaciones hipotéticas alternativas para evaluar el grado de realismo de la perspectiva. Esto se lleva a cabo mostrando el avance de los coeficientes de deuda si a) el saldo primario no varía (mejora) y b) las proyecciones del crecimiento del producto interno bruto (PIB) se aproximan más al resultado histórico que a la perspectiva prevista, y a través de pruebas de límites para examinar el impacto en la deuda de alteraciones en las principales variables macroeconómicas. La EDMP contribuirá a esto al permitir un análisis detallado de las características de los costos y riesgos de las distintas estrategias de gestión de la deuda. La EDMP también podría ayudar a las autoridades nacionales a avanzar en el establecimiento de las prioridades de gasto independientes de las fuentes de financiamiento mediante la identificación de estrategias que generen un perfil de costos de interés coherente con la sostenibilidad de la deuda, pero que no se basen en la disponibilidad de financiamiento para proyectos específicos. En términos más generales, la EDMP puede reforzar la planificación fiscal porque contribuye con un análisis de las posibles —y probables— consecuencias presupuestarias de la aplicación de la EDMP.
- La EDMP y la política monetaria*
El régimen de política monetaria, los instrumentos utilizados para las operaciones de la política monetaria, el entorno institucional y la credibilidad de la política monetaria tienen repercusiones importantes en la EDMP. Por ejemplo, la ausencia de una política monetaria creíble puede dar lugar a una elevada prima de riesgo por inflación y hacer que la deuda interna a largo plazo sea excesivamente costosa. Otro ejemplo es el de las operaciones de esterilización —destinadas a reducir la liquidez proveniente de las entradas de capital—, que han llevado a que los bancos centrales realicen considerables emisiones de títulos por cuenta propia¹⁰. El consiguiente aumento en los déficits cuasifiscales y la posibilidad de reemplazar la deuda del banco central con deuda del Gobierno central también son consideraciones que deben tenerse en cuenta durante la formulación de la EDMP.
- EDMP, política cambiaria y balanza de pagos*
La política cambiaria y la evolución prevista de la balanza de pagos y las consiguientes variaciones en el tipo de cambio real pueden tener consecuencias en la EDMP. Por ejemplo, si se prevé una tendencia descendiente del tipo de cambio, es posible que aumente el costo del endeudamiento externo. Asimismo, el servicio de la deuda puede aumentar bruscamente si el tipo de cambio es volátil. En general, el endeudamiento en divisas requiere un conocimiento adecuado de las tendencias de la balanza de pagos y coordinación con las políticas sobre el tipo de cambio. Además, el régimen de tipo de cambio y de control de capital es relevante para la EDMP. Por ejemplo, con un régimen de tipo de cambio fijo, y ante la ausencia de controles de capital, la fuga de capitales puede ocasionar problemas para renovar la deuda interna y erosionar las reservas internacionales. En dichos casos, puede ser

¹⁰ Véase en el apéndice IV una discusión más amplia de cuestiones relativas a la interacción con la política monetaria.

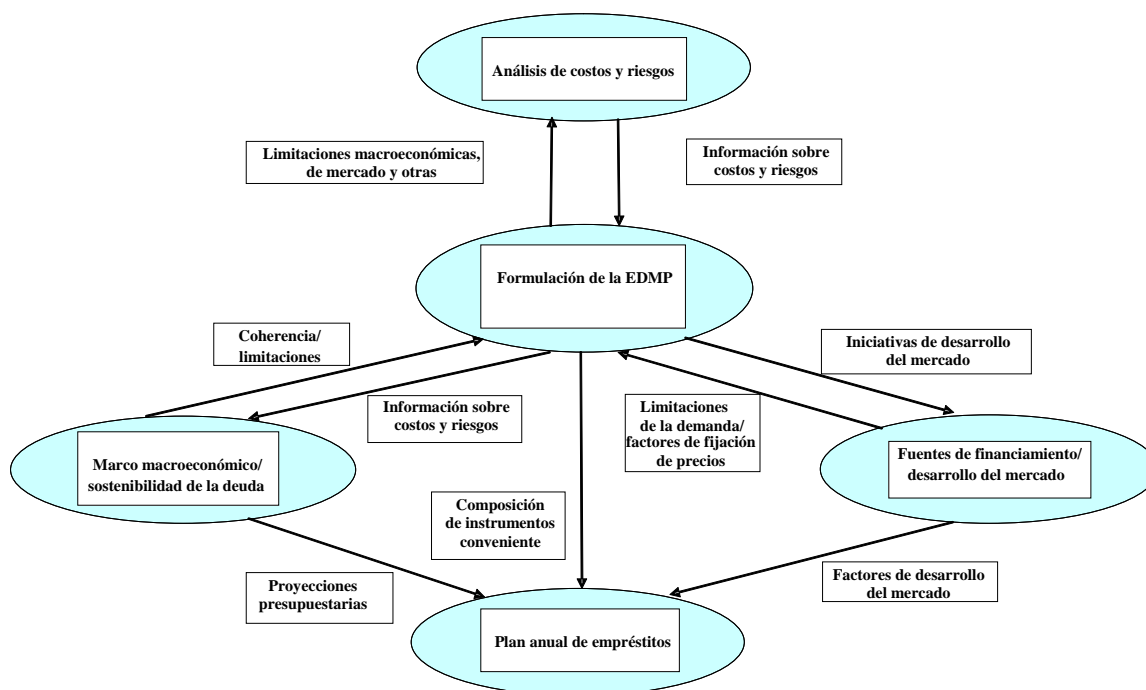
apropiado considerar si se necesitan depósitos adicionales de divisas para cubrir la deuda interna a corto plazo o si es necesario extender los vencimientos.

- La EDMP y el desarrollo de los mercados de deuda internos*

A menudo, la alternativa entre solicitar fondos internamente o en el exterior estará limitada por el nivel de desarrollo del mercado de deuda interno o por las consideraciones sobre la exclusión del sector privado. La EDMP puede ayudar a identificar los principales desafíos en esta esfera, y en algunos casos la estrategia elegida puede ayudar a abordar tales desafíos.
- La EDMP y el plan anual de empréstitos*

Debe prepararse un plan anual de empréstitos en consonancia con la EDMP y teniendo en cuenta la volatilidad subyacente de los flujos de efectivo del Gobierno. El plan de empréstitos ayuda a poner en práctica la EDMP. Las características específicas de las proporciones y el marco temporal de los nuevos empréstitos se determinan en conjunto con la previsión de la necesidad de efectivo dada la ejecución presupuestaria prevista, y teniendo en cuenta las características específicas del mercado o el comportamiento de los acreedores, así como los objetivos de emisión habitual y estable en el mercado interno. Un factor importante para determinar la eficacia del plan de empréstitos será la calidad y la solidez de la gestión del efectivo y las previsiones conexas del Gobierno. El plan también tiene importantes consecuencias para la evaluación, que realiza el banco central, de las condiciones de liquidez, por lo que debería compartirse con dicha institución.

Gráfico 2: Principales enlaces



Formulación de una EDMP

15. La EDMP se prepara más eficazmente cuando ya existe un marco habilitante adecuado, especialmente un marco macroeconómico a mediano plazo y bien preparado, con objetivos claros y concisos para las políticas monetarias y fiscales¹¹. Los principales elementos de este tipo de marco son (véase el apéndice I): i) un entorno jurídico adecuado; ii) mecanismos institucionales eficaces, y iii) un registro integral y eficiente de la deuda. Aunque cada país tiene un enfoque distinto para cada uno de estos elementos, comparten algunos principios básicos clave¹².

- **El marco jurídico.** Debería servir para aclarar qué autoridad se hace responsable de los empréstitos, emite nueva deuda, invierte y realiza operaciones en nombre del Gobierno. A menudo, el marco jurídico también establece los objetivos generales para la gestión de la deuda, aclara la rendición de cuentas y describe los requisitos necesarios para la presentación de informes y las auditorías.
- **Disposiciones institucionales.** En la estructura de gestión existente se deberían determinar y describir las funciones y responsabilidades de todas las instituciones que participan en actividades de gestión de la deuda. En especial, debería quedar en claro qué agente es responsable de las decisiones sobre la gestión de la deuda.
- **Registro de la deuda.** El gestor de la deuda debe contar con suficiente información sobre la cartera de deuda para fundamentar su análisis. Con frecuencia resulta un desafío importante crear una base de datos eficaz que abarque todos los tipos de deuda. El registro de la deuda es una condición previa para contar con datos integrales y de alta calidad.

16. Asimismo, dado que el propósito de la EDMP es contribuir a la toma de decisiones financieras futuras, es imperioso que exista compromiso político y una firme identificación de las autoridades con el proceso.

17. A continuación se establecen los pasos necesarios para la formulación de una EDMP. Se debe tener en cuenta que, si bien estos pasos se presentan en una secuencia específica, esta es solo indicativa. En la práctica, la distinción entre cada paso no será tan evidente; se pueden aplicar varios pasos al mismo tiempo o en un orden diferente:

1. *identificar los objetivos de gestión de la deuda pública y el alcance de la EDMP;*
2. *identificar la actual estrategia de gestión de la deuda y analizar los costos y riesgos de la deuda existente;*

¹¹ En la nota de orientación se reconoce que es posible que muchos de estos elementos no se estén aplicando totalmente en varios países en desarrollo; no obstante, una EDMP eficaz podría ayudar a señalar las reformas necesarias.

¹² Véase en el documento *Directrices* un tratamiento más profundo.

3. *identificar y analizar las posibles fuentes de financiamiento, incluidos sus costos y características de riesgo;*
4. *identificar riesgos y proyecciones de referencia en las principales esferas de política: fiscal, monetaria, externa y de mercado;*
5. *examinar los factores estructurales a largo plazo más importantes;*
6. *evaluar y ordenar estrategias alternativas de gestión de la deuda a partir de las decisiones sobre costos y riesgos;*
7. *analizar las repercusiones de las estrategias de gestión de la deuda preseleccionadas con las autoridades encargadas de las políticas fiscal y monetaria, y para las condiciones de mercado;*
8. *presentar y garantizar un acuerdo sobre la EDMP.*

18. Una vez que se ha llegado a un acuerdo sobre la EDMP, esta se debe dar a conocer mediante la publicación de un documento de estrategia. Posteriormente, el gestor de la deuda debería preparar un plan anual de empréstitos que sea coherente con la EDMP.

19. A medida que se ejecuten los planes de empréstitos, se debería seguir y evaluar regularmente el avance hacia el logro de los objetivos de la EDMP. Además, se debería revisar la EDMP regularmente (por ejemplo, cada año) o con más frecuencia si las condiciones macroeconómicas o de mercado varían considerablemente. Este proceso de seguimiento y examen es un elemento importante de una gestión eficaz del riesgo.

II. FORMULACIÓN DE UNA ESTRATEGIA DE GESTIÓN DE LA DEUDA A MEDIANO PLAZO

Paso 1. Identificar los objetivos de la gestión de la deuda pública y el alcance de la EDMP

Objetivo: Identificar los principales objetivos de la gestión de la deuda pública y definir el alcance de la EDMP.

20. Para mejorar la rendición de cuentas, deben identificarse los objetivos y el alcance de la gestión de la deuda pública, que determinan eficazmente las tareas y responsabilidades del gestor de la deuda, así como la amplitud de la EDMP. En aquellos países en que los objetivos de gestión de la deuda no están claramente establecidos (por ejemplo, a través de un instrumento jurídico), el gestor de la deuda debería acordar los objetivos primarios con la máxima autoridad (preferentemente, el ministro de Finanzas) y garantizar que dichos objetivos se documenten con claridad.

21. Habitualmente, los objetivos de gestión de la deuda pertinentes se enmarcan en la actividad de garantizar que se satisfagan las necesidades financieras y se cumplan las obligaciones de pago del Gobierno oportunamente, al menor costo posible y con un nivel prudente de riesgo. Con frecuencia, un objetivo secundario es respaldar el desarrollo del mercado de deuda interno. Asimismo, el gestor de la deuda debería identificar otros objetivos

de política que puedan tener repercusiones para la formulación de la EDMP, como el respaldo a la aplicación de una política monetaria o cambiaria.

22. Una condición para la preparación y aplicación de una EDMP apropiada es definir claramente el alcance de la estrategia¹³. Como mínimo, esta debería incluir el total de la deuda directa del Gobierno central (interna y externa). La determinación exacta del alcance dependerá del grado en que el gestor de la deuda pueda influir en la exposición al riesgo de carteras específicas¹⁴. La cobertura de la EDMP podría ampliarse gradualmente a medida que se disponga de nueva información y cuando los mecanismos institucionales permitan aplicar una estrategia más amplia e integral.

23. Incluso con un alcance considerablemente definido, el gestor de la deuda debería intentar recopilar información sobre el balance general del Gobierno, es decir, los principales activos y pasivos financieros, y los principales pasivos eventuales. Esta información puede contribuir a la evaluación de la vulnerabilidad general de la posición de la deuda y reforzar el análisis de la estrategia adecuada porque tiene en cuenta la exposición financiera neta del Gobierno¹⁵.

Resultado:

- Descripción de los objetivos generales de la gestión de la deuda.
- Descripción del alcance de la EDMP.

Paso 2. Identificar la actual estrategia de gestión de la deuda y analizar los costos y riesgos de la deuda existente

Objetivo: Identificar la actual estrategia de gestión de la deuda, la deuda pendiente y su composición; calcular los costos básicos y los indicadores de riesgos del mercado.

24. Identificar la actual estrategia de gestión de la deuda ayuda a constituir una base para evaluar estrategias alternativas. A menudo no existe estrategia formal de gestión de la deuda o esta solo cubre parte de la cartera de deuda. En tales casos, la estrategia actual sería una descripción de las prácticas corrientes sobre empréstitos.

25. Para la formulación de una EDMP es fundamental tener una sólida comprensión de la estructura y los riesgos del saldo de deuda pendiente. El gestor de la deuda debería reunir los

¹³ Habitualmente, la EDMP excluye la deuda del banco central. Esto se debe a que las remesas de ingresos previstas por el banco central ya están incluidas en las proyecciones fiscales (véase el apéndice IV), aunque sería importante controlar que estas proyecciones sean, de hecho, coherentes con el costo previsto de la aplicación de la política monetaria. No obstante, las repercusiones de la composición de monedas de la deuda externa del Gobierno y los activos extranjeros del banco central se pueden examinar por separado para que el alcance coincida con la exposición y reduzca el riesgo en el balance general del sector público, lo que se denominaría “enfoque de gestión de activos y pasivos”.

¹⁴ Por ejemplo, si el alcance incluye la cartera de garantías públicas, el gestor de la deuda debería participar en el proceso de toma de decisiones relativas a la emisión de garantías.

¹⁵ Esto puede dar lugar a un enfoque de gestión de activos y pasivos más integral.

datos sobre la cartera de deuda de acuerdo con lo establecido en el paso 1. Los datos deberían incluir el monto total de la deuda, un desglose por moneda, tipo de acreedor, tipo de instrumento —es decir, fijo, flotante o indexado; con un solo pago o con amortización— (véase también el recuadro 7). El gestor de la deuda debería organizar los datos de manera tal que se pudieran determinar fácilmente el servicio de la deuda y el perfil de vencimientos de la deuda, y que se pudiera evaluar el impacto de posibles variaciones en los supuestos analizados¹⁶. Idealmente, se podrá acceder fácilmente a esta información a través de los sistemas de registro de deudas.

26. El gestor de la deuda debería analizar el saldo de deuda considerando los indicadores de costos y riesgos. Para esto es necesario que tenga una clara definición de costos y riesgos. Aunque pueda parecer trivial, en la práctica, esta cuestión trae dificultades a los gestores de la deuda. Es importante que el gestor sea claro con los objetivos de la gestión de la deuda y el marco temporal al que corresponden. En el apéndice III se abordan los indicadores de costos y riesgos típicos que utilizan los gestores. A partir de una evaluación de estos indicadores, el gestor de la deuda debería identificar las fuentes de vulnerabilidad de la deuda existente¹⁷. La magnitud del riesgo dependerá de los *factores de riesgo*, como la variabilidad y las tendencias de las tasas de interés, y los tipos de cambio¹⁸, así como de la *exposición al riesgo*, es decir, la proporción de deuda interna a corto plazo y con tasa variable.

Resultado:

- Información detallada sobre la deuda pendiente.
- Perfil del servicio de la deuda pendiente.
- Descripción de los principales riesgos de la cartera.

Paso 3. Identificar y analizar las posibles fuentes de financiamiento, incluidos sus costos y características de riesgo

Objetivo: Identificar las posibles fuentes de financiamiento, sus características financieras, montos disponibles y conveniencia de uso.

¹⁶ En el caso de la deuda a tasa variable y la deuda denominada en divisas, el tipo de cambio y las tasas de interés actuales se aplican habitualmente en el cálculo inicial del servicio de la deuda y el perfil de vencimientos del saldo de deuda pendiente. No obstante, estas se recalcularían utilizando las proyecciones de cualquier análisis cuantitativo a futuro (véase el paso 6).

¹⁷ Esta evaluación de vulnerabilidades también podría incluir la concentración de acreedores, que indica la posibilidad de riesgo de renovación.

¹⁸ Es importante que la variabilidad se evalúe durante un período adecuado. Por ejemplo, si se utiliza una medición anual de volatilidad, se podría enmascarar una tendencia en una variable fundamental, que habitualmente se observa cuando los datos se vuelcan en un gráfico; en esos casos, las volatilidades deberían evaluarse considerando períodos más largos. Asimismo, es más importante evaluar los cambios reales de estas variables. Por ejemplo, la relación entre deuda a largo plazo y PIB —y otras proporciones que indican el costo de la deuda— depende de lo que sucede con la tasa de interés real y el tipo de cambio. En un país en el que se aplicó la EDMP, la desviación estándar anual del tipo de cambio real era del 2%, y esto enmascaraba que su valor se había depreciado un 20% durante los últimos 10 años, lo que agregaba un 2% al costo real de la deuda externa por año.

27. El gestor de la deuda debería determinar las características de todos los instrumentos de financiamiento existentes y evaluar sus costos y riesgos relativos¹⁹.

28. Además de las características básicas de la deuda pendiente que influyen en el costo y los riesgos analizados en el paso 2, otras características también determinan la conveniencia de tipos específicos de instrumentos de deuda. Así pues, se debe considerar lo siguiente:

- si su utilización está restringida para ciertos fines, por ejemplo, financiamiento de proyectos o apoyo presupuestario;
- si existen otras condiciones anexas, por ejemplo, si requiere cofinanciamiento;
- si existen incertidumbres asociadas a los desembolsos.

29. El gestor de la deuda debe considerar si la utilización de ciertos instrumentos (como el financiamiento de los mercados internacionales de capital) implicaría otros costos indirectos como los servicios de asesoría jurídica o financiera que se requieren para llevar a cabo a una emisión exitosa. Además, el gestor de la deuda debería determinar si algunos instrumentos conllevan beneficios adicionales, como los servicios de asesoría o el apoyo para la gestión de proyectos, que podrían contrarrestar algunos de los factores de costos. La clara identificación de tales factores contribuirá a encontrar el equilibrio adecuado, por ejemplo, entre fuentes bilaterales y multilaterales. El gestor de la deuda debería evaluar, dada la información sobre las posibles fuentes de financiamiento, si existen limitaciones con respecto a la cantidad que se podría solicitar de dichas fuentes en el futuro o si existen condiciones que podrían hacer modificar su disponibilidad²⁰.

30. El gestor de la deuda debería considerar los posibles instrumentos de financiamiento nuevos que podrían presentarse durante el período de la EDMP (por ejemplo, acceso a los mercados internacionales de capital, deuda minorista y plazos más prolongados). La oportunidad también puede ser una cuestión clave para determinar la factibilidad de instrumentos específicos²¹. El gestor, además, debería considerar si se podrá acceder a derivados financieros y aclarar cómo podrían influir en la aplicación de la EDMP. Sin

¹⁹ En el apéndice III se analizan las posibles fuentes de financiamiento, especialmente sus costos y características de riesgo. Se debe tener en cuenta que la EDMP se centra en la deuda que genera opciones financieras; esto significa que no incluye las donaciones. Sin embargo, la disponibilidad prevista de donaciones es un factor importante a la hora de determinar la necesidad de financiamiento neto que generará deuda, y debería incorporarse en cualquier análisis cuantitativo, ya que reducirá eficazmente la necesidad de financiamiento.

²⁰ Por ejemplo, si un país decide acceder a los mercados internacionales de capital, su acceso al financiamiento en condiciones concesionarias podría verse modificado. Véase “IDA Countries and Non-Concessional Debt: Dealing with the ‘Free Rider’ Problem in IDA14 Grant Recipient and Post-MDRI Countries”, IDA/R2006-0137, julio de 2006. O bien, actualmente, solo puede ser posible acceder al mercado interno con tasas variables o plazos relativamente cortos, pero si el mercado interno estuviera más desarrollado, sería factible emitir deuda a tasa fija a más largo plazo. En este caso, el gestor de la deuda debería considerar seriamente qué medidas de políticas están a su alcance para contribuir a desarrollar eficazmente el mercado interno.

²¹ Por ejemplo, si la política monetaria aún no es completamente confiable, el gestor de la deuda podría posponer la emisión de instrumentos a tasa fija a más largo plazo debido a los costos.

embargo, aunque en los países de ingreso bajo puede ser apropiado utilizar *swaps* para cambiar la composición monetaria de la deuda, esto requerirá la existencia de capacidad, sistemas y un contexto institucional adecuados. En caso de que las medidas estén fuera de su alcance, el gestor de la deuda podría señalar esta situación al encargado de formular las políticas y, en términos más amplios, trabajar con otras autoridades para mejorar el acceso del país al financiamiento²².

Resultado:

- Una evaluación de las características, incluidos los costos y riesgos, de todos los instrumentos de financiamiento disponibles y potenciales, y cómo podrían mitigar los riesgos de la cartera señalados anteriormente.
- Una identificación de las limitaciones, especialmente respecto al tamaño de la emisión, relacionadas con la determinación de la EDMP.
- Una identificación de los pasos necesarios para mejorar el acceso a estos instrumentos o sus condiciones.

Paso 4. Identificar riesgos y proyecciones de referencia en las principales esferas de política: fiscal, monetaria, externa y de mercado

Objetivo: Identificar las proyecciones de referencia para las principales variables fiscales, monetarias y de política exterior, así como las tasas de mercado, los principales riesgos para estas proyecciones, y las limitaciones y repercusiones pertinentes para la formulación de la EDMP.

31. El gestor de la deuda debería comprender cabalmente el marco macroeconómico dentro del cual se formulará la EDMP y cómo interactúa con las decisiones sobre gestión de la deuda. En especial, este paso requerirá interacción con las autoridades encargadas de las políticas fiscales y monetarias. Las proyecciones de referencia para las variables macroeconómicas en general serán las mismas que las utilizadas en el ASD (véase el recuadro 2).

²² Esto podría incluir, por ejemplo, el respaldo a la aplicación de un programa de orientación para inversionistas a cargo del regulador de valores, o el apoyo a las autoridades del sector impositivo para que examinen las condiciones impositivas de invertir en títulos públicos, a fin de facilitar el desarrollo del mercado interno.

Recuadro 2. La EDMP, el ASD y el MSD: Los vínculos

La EDMP y el MSD son marcos que abordan cuestiones de deuda pero, dado que tienen enfoques diferentes, son complementos y no sustitutos.

El MSD proporciona la herramienta analítica para realizar el ASD. Se centra en la sostenibilidad a largo plazo de la deuda, que se ve influenciada tanto por su nivel como por la composición. A fin de evaluar la sostenibilidad de la deuda, en el MSD se analiza un marco macroeconómico de referencia que describe la situación fiscal y de la balanza de pagos de un país en virtud de ciertos supuestos y condiciones, y luego considera la solidez de los principales indicadores de carga de la deuda —habitualmente, la relación entre el valor neto actualizado (VNA) de la deuda y el PIB, las exportaciones o la recaudación tributaria— ante distintas conmociones macroeconómicas (en el PIB, el tipo de cambio, los ingresos, etc.). En términos amplios, su objetivo primario es calcular si el nivel y las condiciones del endeudamiento actual y previsto para el futuro pueden llevar a dificultades en el servicio de la deuda a largo plazo. Sin embargo, en general se aplican ciertos supuestos simplificadores, por ejemplo, no se prepara un modelo explícito de la estructura en plazos de la deuda de mercado, lo cual limita su capacidad de proporcionar parte del detallado análisis que serviría al gestor de la deuda.

La EDMP es un marco de gestión de deuda más preciso que se centra específicamente en cómo gestionar la composición de la deuda a mediano plazo. Para obtener una EDMP eficaz es necesario evaluar el desempeño de distintas estrategias de financiamiento en un contexto dado sobre variables macroeconómicas clave, que deberían estar en consonancia con las utilizadas en el MSD. Por otra parte, es necesario evaluar la solidez de cada estrategia alternativa en diferentes situaciones de estrés. Así, el MSD debería contribuir a la aplicación de las pruebas de tensión. Aquí se pueden modelar explícitamente las variables que registran el riesgo de mercado, como la sensibilidad de los flujos de efectivo a las tasas de interés, otros determinantes de la estructura de plazos de la deuda y el tipo de cambio. Esto significa que se podría evaluar más rápidamente más información detallada sobre las características específicas de la cartera de deuda.

El gestor de la deuda debe reconocer que la EDMP puede tener consecuencias importantes para el ASD realizado en el contexto del MSD. En los casos en que las distintas pruebas de tensión de las estrategias de deuda alternativas señalen que los principales indicadores de la sostenibilidad de la deuda pueden estar en riesgo, se debería plantear la situación a las autoridades fiscales. En este punto, la estrategia preferida, y sus repercusiones en términos de costos y riesgos, se podría incorporar en un ASD actualizado.

32. Con respecto al *contexto de la política fiscal*, el gestor de la deuda debería tener en claro el curso del saldo primario y las principales fuerzas que motivan esta proyección, incluidos los ingresos y gastos previstos del Gobierno y el crecimiento económico. Una cuestión que puede ser especialmente relevante para los países de ingreso bajo es el tratamiento adecuado de los préstamos para proyectos y los gastos conexos. El gasto planificado, como se refleja en el marco fiscal, depende habitualmente de la recepción de préstamos para proyectos específicos. Por lo tanto, el gestor de la deuda puede dar por sentado el curso de los desembolsos previstos, ya que se verán compensados por cambios en el gasto²³.

²³ Sin embargo, será importante evaluar periódicamente las opciones estratégicas de un modo menos restringido, lo que permitirá a las autoridades determinar los costos y beneficios relativos de un financiamiento por proyectos y un financiamiento con presupuesto general.

33. En el caso de *la política monetaria y los factores externos*, el gestor de la deuda debería buscar la opinión de las autoridades monetarias sobre su evaluación de la situación futura de la política monetaria, el tipo de cambio, los movimientos que se anticipan para la balanza de pagos y la estrategia de deuda implícita incorporada en el ASD externo. Tras su evaluación de las perspectivas, las autoridades monetarias pueden requerir una meta específica para financiar la acumulación de reservas; esto podría ser especialmente relevante en los casos en que los países forman parte de una unión monetaria o cuando el país mantiene un régimen de tipo de cambio fijo. Además, debería tenerse en cuenta la credibilidad de la política monetaria, ya que puede afectar las consideraciones sobre costos relativos de la deuda interna a corto y largo plazo, e influir en la elección de la estrategia preferida. En este caso, la EDMP podría contribuir a lograr esfuerzos coordinados para mejorar la credibilidad y reducir la prima de riesgo por inflación²⁴. En términos más generales, debe comprenderse cabalmente la función de las políticas de gestión de la deuda para reforzar u obstaculizar estas políticas, y esto puede requerir coordinación (véanse también el recuadro 1 y el apéndice V)²⁵.

34. Además, el gestor de la deuda necesita determinar una proyección de referencia para las curvas de rendimiento pertinentes, y cualquier otro *factor de mercado* que corresponda, que prevalecerá a lo largo del marco temporal de planificación y permitirá determinar el supuesto costo de contraer nueva deuda o renovar la existente. Se requiere buen criterio para identificar la metodología más adecuada para realizar estas proyecciones, y calcular toda prima de riesgo necesaria. El gestor de la deuda debería utilizar contactos y análisis de mercado para contribuir a mejorar estas proyecciones²⁶. A medida que crezcan los mercados de deuda internos, pueden mejorar la calidad de estas estimaciones y el acceso a técnicas más sofisticadas.

35. El gestor de la deuda también puede recurrir a las autoridades de otras esferas, en especial de la supervisión bancaria, para comprender la magnitud de las posibles deficiencias de los bancos que podrían afectar la demanda de deuda pública, y a quienes participan en controles de capital para comprender el posible grado de riesgo de renovación de la deuda interna. En términos más amplios, un conocimiento general del sector financiero y las políticas normativas o tributarias será útil para evaluar los posibles acontecimientos que podrían tener repercusiones en el entorno del mercado para la emisión de la deuda. Por último, el gestor de la deuda debería examinar las recomendaciones y los análisis financieros

²⁴ Por ejemplo, la incorporación de instrumentos vinculados a la inflación podría ser signo de un mayor compromiso de las autoridades con el mantenimiento de la estabilidad de precios.

²⁵ Por ejemplo, en mercados relativamente poco desarrollados, cualquier volatilidad implícita en la provisión de valores de deuda internos, y el tenor de dichos instrumentos, podría influir en la transmisión de la política monetaria y en la eficacia de cualquier señal de política monetaria.

²⁶ Las opciones estándar para obtener una curva de rendimiento incluirían deducir la curva a futuro de la curva observada actualmente, o calcular una curva supuesta de rendimiento interno a partir de una curva externa de referencia (por ejemplo, en dólares estadounidenses o euros) y ajustarla teniendo en cuenta los diferenciales de inflación previstos, la prima de riesgo por inflación y la prima de riesgo crediticio. Esta opción se incluye en la herramienta de planilla de cálculo que se adjunta.

disponibles de otras fuentes, como los bancos de inversión, que podrían aportar perspectivas útiles sobre la posible evolución de las condiciones de mercado.

36. Una vez determinada la base de referencia, el gestor de la deuda debería identificar, en consulta con otras autoridades, las hipótesis de riesgo pertinentes que podrían llegar a tener un impacto en la cantidad y el costo del financiamiento requerido. Por ejemplo, en los casos en que los países han acrecentado el acceso a fuentes de financiamiento externas, incluidos los mercados internacionales de capital, el gestor de la deuda debería considerar el riesgo de una “parada repentina”, que podría ocasionar problemas de renovación. Dicha evaluación podría influir en la estrategia elegida para la ampliación de los vencimientos promedio de la deuda externa o la generación de reservas de amortiguación²⁷. Como mínimo, estas hipótesis de riesgo deberían reflejar las situaciones que se destacan en el MSD²⁸.

37. Se debe tener en cuenta que, en ausencia de un cambio sustancial en el marco macroeconómico, la EDMP puede tener importantes consecuencias para el ASD. En los casos en que la prueba de las estrategias alternativas de gestión de la deuda que se están considerando (véanse el paso 6 y el recuadro 2) indica que los principales indicadores de la sostenibilidad de la deuda pueden estar en riesgo, el gestor de la deuda debería interactuar estrechamente con quienes participan en el ASD para señalar estrategias que reduzcan el riesgo de incumplimiento del pago de la deuda o, si no existen tales estrategias, explicarlo para que se puedan adoptar otras medidas.

Resultado:

- Proyecciones de referencia para las principales variables fiscales, de política monetaria, externas y de mercado.
- Un conjunto claro e integral de situaciones de riesgo específicas del país que se pondrán a prueba.

Paso 5. Examinar los factores estructurales a largo plazo más importantes

Objetivo: Examinar los factores estructurales que pueden influir en la dirección deseada de la composición de la deuda a largo plazo.

38. El gestor de la deuda debería identificar, en consulta con los encargados de formular políticas económicas, las características estructurales a largo plazo de la economía que pueden influir en la composición deseada de la deuda. Estos factores también deberían reflejarse y tratarse en el ASD de las autoridades. Entre ellos, podrían incluirse los siguientes:

²⁷ En los casos en que esta vulnerabilidad externa es elevada y está reforzada por la aplicación de un régimen de cambio fijo o semifijo, la coordinación de esa respuesta de mitigación del riesgo con las autoridades monetarias es clave.

²⁸ Por ejemplo, las experiencias señalan que las autoridades deberían ser cuidadosas en sus evaluaciones de la rentabilidad prevista de la inversión pública o la ayuda; en consecuencia, debería tenerse en cuenta una hipótesis de crecimiento más pesimista. En el ASD deberían señalarse las principales pruebas de tensión.

- la dependencia de la economía respecto de los productos básicos y la vulnerabilidad conexas ante las alteraciones de los precios de estos productos;
- las perspectivas a más largo plazo del acceso continuo al financiamiento en condiciones concesionarias;
- las posibles tendencias a largo plazo del tipo de cambio efectivo real;
- las tendencias inflacionarias a largo plazo.

39. Dichos factores podrían tener una influencia significativa en la composición más conveniente de la deuda a largo plazo. Por ejemplo, en la composición deseada de la deuda se debería incluir la perspectiva a largo plazo del tipo de cambio efectivo real y sus repercusiones para una evaluación de las tasas de interés reales internas y externas. Del mismo modo, para la composición de los vencimientos de la cartera se debe tener en cuenta el régimen de política macroeconómica más amplio y determinar si puede cambiar a largo plazo²⁹.

40. Una evaluación del modo en que los encargados de formular la política económica esperan que estos factores se desarrollen con el tiempo ayudará a orientar a los gestores de la deuda para elegir las estrategias en las que se deberían centrar (véase el recuadro 3). Además, también sería importante considerar una perspectiva a más largo plazo del alcance y la velocidad de un posible refuerzo de la calidad de las instituciones, así como de la formulación de políticas macroeconómicas, ya que esos avances afectarán las condiciones de los nuevos préstamos tomados.

²⁹ Por ejemplo, si se prevé que, con el tiempo, el régimen del tipo de cambio puede volverse más flexible, eso podría tener consecuencias para la composición de monedas y los vencimientos a largo plazo de la cartera. Como se señaló anteriormente, el riesgo de renovación es más pronunciado en países que siguen un régimen de tipo de cambio fijo, pero un tipo de cambio más flexible podría respaldar una proporción mayor de deuda a corto plazo.

Recuadro 3. Vínculo entre la EDMP y los factores económicos estructurales específicos de cada país

Según los factores específicos del país que se analicen, la EDMP debería orientarse a mitigar o contrarrestar, en la mayor medida posible, los resultados indeseados. Ejemplos:

- Acontecimientos en la relación de intercambio: Cuando los ingresos de los países se ven muy expuestos a modificaciones en la relación de intercambio, por ejemplo, como consecuencia de una dependencia respecto de las exportaciones o importaciones de productos básicos, es probable que esto tenga repercusiones en su tipo de cambio efectivo real. Esto agrava los posibles costos y riesgos de la deuda en divisas. En cambio, los posibles costos y riesgos se reducen considerablemente si el tipo de cambio efectivo real de un país se aprecia de manera sistemática. Así, mientras muchos países de ingreso bajo han sufrido las consecuencias de la prolongada tendencia descendente de los precios de los productos básicos en los decenios de 1980 y 1990, para los tigres asiáticos, la deuda en divisas debe haber resultado relativamente liviana. Debido a que los precios de los productos básicos y la relación de intercambio pueden tener ciclos muy largos, se necesita una visión a largo plazo de los riesgos.
- Acceso al financiamiento en condiciones concesionarias: A medida que aumentan los niveles de ingreso de los países, puede reducirse el acceso al financiamiento en condiciones concesionarias. En este caso, la EDMP estará orientada a ampliar el acceso a otros tipos de financiamiento. Por ejemplo, se puede considerar la incorporación de una amplia gama de títulos nacionales negociables o el acceso a los mercados internacionales de capital.

Resultado:

- Articulación de los factores estructurales a largo plazo que se deberían tener en cuenta en la EDMP.

Paso 6. Evaluar y ordenar estrategias alternativas de gestión de la deuda a partir de las decisiones sobre costos y riesgos

Objetivo: Identificar y analizar las posibles estrategias de gestión de la deuda, evaluar su desempeño y preseleccionar un número reducido de estrategias.

41. A fin de determinar la EDMP preferida, el gestor de la deuda debería evaluar el desempeño —cualitativa o cuantitativamente— de varias estrategias alternativas, desde una perspectiva de costos y riesgos. Primero debería identificar un conjunto de estrategias pertinentes y luego evaluarlas teniendo en cuenta las limitaciones y las hipótesis futuras del saldo primario y las tasas de mercado determinadas previamente. Asimismo, se deberían evaluar las estrategias en el contexto de las hipótesis pertinentes de riesgo o tensión que se han identificado.

42. En la práctica, el gestor de la deuda solo necesita analizar en detalle un pequeño conjunto de estrategias. Para comenzar, podría considerar la actual estrategia de gestión de la deuda —implícita o explícita— (véase el paso 2). Después, podría identificar composiciones y estrategias de deuda alternativas que podrían ayudar a mitigar las principales vulnerabilidades que se han identificado. También podría considerar las estrategias que respaldan el desarrollo de los mercados domésticos.

43. Ante la ausencia de herramientas cualitativas específicas para analizar estrategias alternativas, el gestor de la deuda debería evaluar qué características de la deuda o la composición de la deuda mitigarían las principales fuentes de volatilidad para el presupuesto o proporcionarían algo de protección contra los efectos de los riesgos identificados (véase el paso 4), y considerar los posibles costos necesarios para lograr tal composición. Por ejemplo, si el país está expuesto a conmociones externas y el tipo de cambio real es volátil o está en riesgo de caer en una tendencia descendente, el gestor de la deuda podría evitar agravar esta situación reduciendo el financiamiento externo. Esto le permitiría especificar la orientación preferida de indicadores de riesgo específicos: por ejemplo, podría aumentar la proporción de deuda en moneda local o extender los vencimientos de la deuda.

44. Si el gestor de la deuda ha preparado las herramientas pertinentes (como la herramienta de planilla de cálculo para la EDMP que se adjunta; véase el recuadro 4 y la ilustración del apéndice VI), o tiene acceso a ellas, se puede llevar a cabo una evaluación cuantitativa de los costos y riesgos de las estrategias alternativas. Habitualmente, estas herramientas sirven para comparar el costo de la deuda en relación con el riesgo (definido a partir de la variación del costo) a lo largo de un período específico en diferentes situaciones hipotéticas. Dichas herramientas permiten al gestor de la deuda simular el impacto de distintas opciones de financiamiento, mediante el seguimiento de la evolución de los principales indicadores de costos y riesgos de cada estrategia probada.

45. El análisis de las situaciones hipotéticas permite evaluar el impacto de conmociones o riesgos específicos. Aquí se deberían incluir los escenarios alternativos o las pruebas de tensión identificados en el paso 4, incluidas las conmociones compuestas consideradas en el ASD. Por otra parte, cuando el ASD indica que la situación macroeconómica de referencia es optimista, es importante evaluar las repercusiones de utilizar un conjunto más conservador de supuestos generales³⁰. Esta evaluación del riesgo se vuelve fundamental cuando los niveles de deuda ya son elevados, en comparación con la capacidad del Gobierno de afrontar los pagos.

46. Para la elección del marco temporal en el que se evaluarán los costos y riesgos, se debería considerar la estabilidad de la economía. Por ejemplo, si la economía es bastante estable, evaluar los costos y riesgos durante un plazo más corto podría ser completamente representativo; sin embargo, si la economía no es estable, podría ser necesario considerar un marco temporal más extenso³¹. Asimismo, las conmociones analizadas también deben corresponder al período evaluado³². En términos más amplios, al comparar el impacto

³⁰ Esto podría influir en la EDMP hacia una estrategia de menor riesgo, pero probablemente más costosa.

³¹ Por ejemplo, si los precios de exportación de los productos básicos están en una tendencia descendente, puede ser necesario optar por un período más prolongado para incluir también la tendencia ascendente.

³² Por ejemplo, ¿un caso de conmoción típica se representa mejor con la desviación estándar anual o las conmociones se correlacionan a lo largo del tiempo y la conmoción se representa mejor con la desviación estándar a lo largo de un período de 5 años, medido de forma renovable, es decir, durante un período de 20 años? Idealmente, la desviación estándar se calcularía a lo largo de un período de duración igual o superior al ciclo. Véase también la discusión del paso 2.

relativo de las pruebas de tensión específicas, se debería tener en cuenta la probabilidad subjetiva que se asigna a la materialización de cada conmoción específica.

Recuadro 4. La herramienta analítica de la EDMP

Una herramienta analítica complementa el análisis descrito en esta nota de orientación. El propósito de esta herramienta es respaldar cuantitativamente el proceso de toma de decisiones. Mediante los resultados se intenta demostrar las consecuencias de seguir una estrategia particular de gestión de la deuda en distintas situaciones hipotéticas o pruebas de tensión, y contribuir a la decisión correspondiente. La herramienta puede utilizarse para probar las consecuencias de seguir un plan de financiamiento específico o lograr y mantener una composición de deuda particular, y determinar las series correspondientes de planes de financiamiento. Asimismo, la herramienta puede utilizarse para destacar la relación entre el costo de distintos planes de financiamiento o composiciones de deuda, por un lado, y el riesgo asociado, por el otro. La herramienta es flexible y permite a los usuarios especificar, dentro de ciertos límites, el período temporal para las proyecciones, la cantidad de unidades monetarias y la variedad de instrumentos.

La herramienta funciona en un entorno de Excel y está compuesta por cuatro planillas de cálculo. Así se obtiene numerosos indicadores de costos y riesgos que permiten al gestor de la deuda considerar las ventajas y desventajas de cada estrategia alternativa.

Si bien estas determinaciones de costos y riesgos contribuyen al proceso de toma de decisiones porque aportan información cuantitativa, se prevé que la herramienta no será la única fuente de las decisiones. Debido a que los resultados derivan de supuestos, se debe aplicar un criterio cauteloso a la hora de interpretar cualquier dato.

47. Las estrategias que se consideren deben examinarse en relación con la evaluación del paso 3, a fin de garantizar que se puedan llegar a aplicar. En este examen se podrían identificar cuestiones de política más amplias que limiten eficazmente el conjunto de estrategias factibles. Incluso cuando el abanico de posibles estrategias de gestión de la deuda es limitado, como sucede en el caso de muchos países de ingreso bajo, esta evaluación explícita de los costos y riesgos es un elemento importante de la gestión de riesgos.

48. Una vez que el gestor de la deuda haya evaluado el desempeño de las principales estrategias pertinentes, se deberían resumir los resultados básicos (es decir, en forma tabular o de gráfico) y se debería identificar un pequeño número de estrategias posibles, las cuales se presentarán y discutirán con otras autoridades encargadas de políticas.

Resultado:

- Una lista de pocas estrategias factibles en términos de costos y riesgos.

Paso 7. Analizar las repercusiones de las estrategias de gestión de la deuda preseleccionadas con las autoridades encargadas de las políticas fiscal y monetaria, y para las condiciones de mercado

Objetivo: Garantizar la transmisión de los comentarios pertinentes sobre las estrategias identificadas a las autoridades encargadas de las políticas fiscal y monetaria. Examinar las posibles repercusiones de las estrategias en el mercado de deuda.

49. Las estrategias preseleccionadas, y las consecuencias asociadas de costos y riesgos, deberían examinarse con las autoridades encargadas de la política fiscal, y se deberían

evaluar las repercusiones en la sostenibilidad de la deuda. Si el examen de las estrategias identificadas en el paso 6 con las autoridades encargadas de la política fiscal indica que existen riesgos potenciales para el presupuesto, o que la sostenibilidad de la deuda o la viabilidad externa parecen estar en riesgo, será necesario ajustar las estrategias potenciales. Como alternativa, puede ser necesario un examen de las proyecciones fiscales de referencia, de modo de poder crear un margen fiscal mayor.

50. Por otra parte, las posibles repercusiones de las estrategias preseleccionadas en las condiciones monetarias deberían discutirse con el banco central, incluido su potencial para respaldar objetivos relacionados con la política monetaria. El monto previsto de divisas, y demás financiamiento externo, y el posible tenor pueden tener consecuencias para la intervención, el tipo de cambio y la exclusión del sector privado. Además, también deben considerarse las repercusiones para la balanza de pagos y el nivel de riesgo de renovación respecto del nivel previsto de reservas internacionales. En caso de que la sostenibilidad de la deuda externa parezca estar en riesgo, o que las estrategias de financiamiento creen o contribuyan al riesgo de liquidez excesiva, deben considerarse las repercusiones en el régimen de tipo de cambio. El resultado de tales discusiones también puede afectar la elección de la estrategia, o podría instar al gestor de la deuda a identificar una estrategia alternativa.

51. Las repercusiones de la EDMP que elija el gestor de la deuda, incluido el financiamiento previsto de mercados nacionales e internacionales, deberían examinarse con las autoridades monetarias y del mercado financiero para evaluar el impacto de la inversión implícita de los principales grupos de inversionistas. También deberían evaluarse las posibles repercusiones en el desarrollo de los mercados de capital y la estabilidad financiera³³. Estas consecuencias podrían ser positivas —por ejemplo, una estrategia en consideración que ayudaría a proporcionar un punto de referencia propicio para el sector privado— o negativas, como en el caso de que la cantidad de financiamiento propuesto mediante un instrumento pudiera absorber toda la capacidad disponible y excluir al sector privado. También se podrían analizar las preocupaciones sobre regulación, como en el caso de la exposición del sistema bancario, para ayudar a determinar si la EDMP propuesta es adecuada.

52. En general, si la estrategia de gestión de la deuda tiene consecuencias importantes a partir de los supuestos macroeconómicos subyacentes, puede ser necesario un enfoque interactivo en el que se discutan conjuntamente la deuda y las estrategias macroeconómicas, y se revisen utilizando un proceso de iteraciones. Para lograr una revisión significativa de las proyecciones de referencia (paso 4), el gestor de la deuda deberá repetir el ejercicio de análisis de la estrategia (paso 6), etc.

³³ Esto podría surgir como consecuencia de una concentración de inversionistas, es decir, un aumento de la vulnerabilidad del sistema bancario podría conducir a una mayor carga de la deuda en caso de que colapse el sistema.

Resultado:

- Una evaluación clara para determinar si las estrategias preseleccionadas son coherentes con las políticas fiscales y monetarias, que mantienen la sostenibilidad de la deuda y están en consonancia con los planes de desarrollo del mercado.

Paso 8. Presentar y garantizar un acuerdo sobre la EDMP

Objetivo: Identificar la EDMP preferida y enviar la propuesta, junto con las estrategias preseleccionadas alternativas, a la máxima autoridad responsable de la gestión de la deuda para su aprobación.

53. Siguiendo los pasos 1 a 7, el gestor de la deuda debería presentar la EDMP preferida a la máxima autoridad responsable de la gestión de la deuda para su aprobación. Esta presentación debería incluir alternativas a la EDMP preferida.

54. La EDMP también debería recibir la aprobación de la máxima autoridad del Ministerio de Finanzas, ya que debería reflejar la tolerancia al riesgo aceptada por el Gobierno, lo cual depende de una decisión política sobre el equilibrio entre costos y riesgos. Una vez aprobada, la estrategia de gestión de la deuda debería formalizarse y se debería otorgar al gestor de la deuda un mandato explícito para implementarla.

Resultado:

- Una EDMP aprobada.

III. DIFUSIÓN

55. Una vez que se haya acordado y formalizado la EDMP, se recomienda que se dé a conocer mediante un documento de estrategia de gestión de la deuda pública³⁴. La divulgación de la EDMP ayudará al gestor de la deuda a reforzar la relación con los acreedores, los inversionistas y otras partes interesadas clave (por ejemplo, organismos de calificación crediticia), y facilitar un diálogo abierto sobre los principales factores que influyen en la elección y la aplicación de la EDMP. Esto podría ayudar a garantizar el respaldo para la EDMP elegida y reducir la incertidumbre de los inversionistas.

56. En un típico documento público sobre la EDMP se resaltaría lo siguiente: el objetivo y el alcance de la EDMP; una descripción del entorno macroeconómico actual y previsto; una evaluación del saldo de deuda existente, y un resumen de la EDMP acordada, con un debate de los factores que influyeron en la elección de la estrategia, incluidos los principales factores de riesgo que se intentan gestionar con la EDMP³⁵.

³⁴ El gestor de la deuda debería utilizar todas las vías disponibles de publicación, incluidos los sitios web.

³⁵ Véase en el apéndice VII el “modelo de documento de estrategia de gestión de la deuda”. Habitualmente no es necesario dar a conocer la totalidad del análisis realizado; algunas de las situaciones hipotéticas consideradas pueden incluir información delicada.

57. La EDMP podría expresarse a través de objetivos para una composición de instrumentos específica o para indicadores específicos de costos o riesgos. En las etapas iniciales, los indicadores podrían ser más descriptivos; por ejemplo, la EDMP más conveniente debería incrementar la proporción de deuda en moneda local o extender gradualmente los vencimientos. Con el tiempo, los objetivos podrían volverse más específicos y precisos; por ejemplo, se podría establecer como meta que la cartera contara con un 60% de deuda en moneda local.

58. Cuando se formula una EDMP por primera vez, puede ser muy útil intentar llegar a una audiencia amplia que incluya a los miembros del Parlamento, inversionistas nacionales y extranjeros, intermediarios y organismos de calificación crediticia; para ello, pueden realizarse talleres, seminarios y giras. En términos más amplios, la EDMP puede constituir una base sólida para crear un programa eficaz de acercamiento a los inversionistas³⁶, lo cual puede facilitar el desarrollo del mercado de deuda interno y tener repercusiones en el costo de la deuda de mercado futura.

IV. APLICACIÓN Y ACTIVIDADES COMPLEMENTARIAS

59. Una vez que se ha determinado la EDMP, el gestor de la deuda debería preparar un plan de *financiamiento anual* interno en el que se describa el modo en que se aplicará la estrategia durante el *próximo período presupuestario*. El financiamiento anual necesario se determinará a través del proceso presupuestario, mientras que la distribución de las necesidades de financiamiento a lo largo del año dependerá de los flujos de efectivo del Gobierno. En general, la eficacia en función de los costos que se pueda conseguir en la aplicación de un plan de financiamiento reflejará la capacidad de las autoridades para preparar pronósticos concretos del flujo de efectivo del Gobierno³⁷. A nivel global, con la estrategia se pueden determinar los montos totales que se obtendrán con cada uno de los instrumentos disponibles. Posteriormente, esos montos deben desglosarse en metas más específicas, de acuerdo con los conocimientos del gestor de la deuda sobre las fuentes de financiamiento.

60. Cuando se identifica la totalidad de los objetivos, se debe calcular y comprobar el posible calendario de flujos para garantizar que haya suficiente financiamiento para cubrir las necesidades previstas para el año. Habitualmente se formulan planes separados para los empréstitos en mercados internos y externos.

61. Para determinar el plan anual de financiamiento se debe comenzar con un análisis de los flujos presupuestarios previstos (efectivo), incluidos los flujos que se prevén para el

³⁶ Véase en FMI (2004) una discusión sobre cuestiones relativas al diseño de un programa eficaz de acercamiento a los inversionistas.

³⁷ Una gestión de fondos públicos eficiente y eficaz ayudará a la formulación de un plan de financiamiento más comprometido y transparente, y a reducir el costo de la deuda en términos generales. Cuando existen deficiencias significativas en la gestión de efectivo, es probable que las decisiones sobre cuándo realizar las operaciones financieras se tomen en el momento y, en consecuencia, no contribuyan de igual manera al desarrollo del mercado y sean más costosas.

servicio de la deuda. A partir del saldo inicial de la cuenta única del tesoro (CUT) o los saldos netos de las cuentas públicas (y el perfil de reservas previsto para financiar al banco central), el gestor de la deuda podrá realizar una estimación de los requisitos de financiamiento para el año. Al complementar esta información con los desembolsos anticipados de préstamos oficiales se podría determinar si el saldo previsto de la CUT será proporcional al saldo previsto y, en consecuencia, el tamaño y el marco temporal adecuados para las operaciones de financiamiento³⁸. En el ámbito interno, este análisis permite al gestor de la deuda preparar un calendario de emisiones que esté en consonancia con cualquier objetivo estratégico, como mantener una emisión regular para respaldar el desarrollo del mercado (véase una ilustración en el apéndice VIII). En el entorno externo, si bien el gestor de la deuda puede tener menos decisión en la elección del momento preciso de las operaciones, en el análisis se destacaría el punto más reciente en el que se necesitará haber garantizado los empréstitos, por ejemplo, aprovechando los mercados internacionales o recurriendo a préstamos externos del sector privado³⁹.

62. A menudo, el plan anual de financiamiento —o el componente interno, al menos— se da a conocer al mercado⁴⁰. A medida que avanza el año y se ejecuta el presupuesto, los planes de financiamiento deberán actualizarse de conformidad con los movimientos de flujos concretados.

63. Además, es importante examinar periódicamente la EDMP —de ser posible, una vez al año— y confirmar que continúa su validez. También debe actualizarse si se producen cambios importantes en las condiciones macroeconómicas o de mercado. Se debería llevar a cabo un nuevo análisis y se debería presentar una nueva propuesta acompañada de una explicación precisa de por qué se recomienda una revisión y actualización de la estrategia.

64. También se debe informar regularmente sobre los avances en la aplicación de la EDMP al ministro de Finanzas o a cualquier otro comité pertinente, a través de informes periódicos a la administración, por ejemplo. Este informe debería proporcionar datos sobre la evolución de la cartera y los principales factores de costos y riesgos. Este tipo de práctica juega un papel preponderante en un marco eficaz de gestión del riesgo.

³⁸ Un objetivo de política acordado puede ser el de mantener un equilibrio positivo de la CUT para absorber la volatilidad de las principales entradas de efectivo. En general, para reducir el posible costo de mantenimiento, el gestor de la deuda intentará fijar las fechas de las operaciones financieras para mantener los saldos de las cuentas lo más cerca posible de sus niveles óptimos, aunque esto debe equilibrarse con la adecuación de seguir un patrón de emisión constante para respaldar el desarrollo del mercado.

³⁹ En los países que aún no han establecido su presencia en los mercados internacionales de capital o que no poseen una relación con acreedores específicos, en estos planes se debe tener en cuenta que los tiempos necesarios pueden ser prolongados.

⁴⁰ Esta comunicación puede facilitar la profundización del mercado de bonos públicos y contribuir a la reducción de costos y riesgos al permitir la emisión de mayores volúmenes —y una variedad más amplia de instrumentos— y reducir la prima de riesgo proveniente de la incertidumbre del mercado. Asimismo, mientras más regularidad y compromiso existan en el cronograma de subastas, más probabilidad habrá de que las operaciones sean bien recibidas en el mercado y ayuden a mitigar el riesgo de insuficiencia de suscripciones.

Referencias útiles

- Arnone, Marco y George Iden. 2003. “Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries Experience”, documento de trabajo del Fondo Monetario Internacional n.º 03/45, ciudad de Washington, marzo.
- Árvai, Zsóvia y Geoffery Heenan. 2008. “A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities”, documento de trabajo del Fondo Monetario Internacional n.º 08/174, ciudad de Washington, julio.
- Banco Mundial. 2007a. *Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation*, ciudad de Washington.
- _____. 2007b. *Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation*, ciudad de Washington.
- _____. 2008. *Guide to The Debt Management Performance Assessment Tool (DEMPA)*, ciudad de Washington.
- Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional. 2001. “Developing Government Bond Markets: A Handbook”, ciudad de Washington.
- _____. 2003a. *Directrices para la gestión de la deuda pública*, ciudad de Washington, edición revisada.
- _____. 2003b. *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document*, ciudad de Washington, agosto.
- _____. 2007. “Strengthening Debt Management Practices: Lessons from Country Experience and Issues Going Forward”, documento para los Directores Ejecutivos, ciudad de Washington, mayo.
- _____. 2009. “Managing Public Debt: Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity”, documento para los Directores Ejecutivos, ciudad de Washington, de próxima aparición.
- Currie, Elizabeth, Jean-Jacques Dethier y Eriko Togo. 2003. “Institutional Arrangements for Public Debt Management”, documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas del Banco Mundial n.º 3021, ciudad de Washington, abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2004. “Investor Relations Programs—Recent Developments and Issues”, ciudad de Washington, octubre.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. 2002. “Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century”, París, septiembre.
- Wheeler, Graeme. 2004. “Sound Practice in Government Debt Management”, ciudad de Washington: Banco Mundial.

Apéndice I. El marco institucional habilitante

65. Un marco institucional claro facilita la gestión eficaz de la deuda. Los principales elementos de este tipo de marco son los siguientes: i) un entorno jurídico adecuado; ii) mecanismos institucionales eficaces, incluida la determinación de la función del gestor de la deuda, y iii) un registro integral y eficiente de la deuda. Aunque cada país tiene un enfoque distinto para cada uno de estos elementos, todos comparten algunos principios básicos clave⁴¹. En particular, el marco jurídico debería servir para aclarar qué autoridad se hace responsable de los empréstitos, emite nueva deuda, invierte y realiza operaciones en nombre del Gobierno (véase el recuadro 5). A menudo, en el marco jurídico también se establecen los objetivos generales para la gestión de la deuda, se aclaran los mecanismos de rendición de cuentas y se describen los requisitos necesarios para la presentación de informes y las auditorías. También se pueden abordar las modalidades de coordinación específicas entre los agentes que participan en la gestión de la deuda, es decir, una función de organismo fiscal del banco central.

66. En la estructura de gestión de apoyo se deberían determinar y describir las funciones y responsabilidades de todas las instituciones que participan en actividades de gestión de la deuda. En especial, debería quedar en claro qué agente es responsable de las decisiones relativas a la gestión de la deuda. Por lo general, este debería ser el ministro de Finanzas, probablemente respaldado por un comité asesor. Independientemente de la configuración específica, los arreglos deben ser estructurados y la determinación de responsabilidades y rendición de cuentas debe ser clara y coherente.

67. El agente responsable de las políticas de gestión de la deuda y su aplicación debe asegurarse de que existe suficiente información para cumplir esta responsabilidad con eficacia. Generalmente, esto se logra mediante la presentación de informes periódicos del gestor de la deuda sobre los avances en la aplicación de la estrategia correspondiente y el plan de endeudamiento conexo. Estas notificaciones deberían proporcionar información sobre la evolución de la cartera y los principales indicadores de costos y riesgos, de manera que los responsables de tomar decisiones puedan seguir adecuadamente los acontecimientos vinculados a la evolución de prevista de dichos indicadores.

⁴¹ Véase en Banco Mundial y FMI, 2003, *Directrices para la gestión de la deuda pública*, un tratamiento más profundo.

Recuadro 5. Elementos de un marco jurídico adecuado para la gestión de la deuda pública

Idealmente, el marco jurídico para la gestión de la deuda pública debería contener los siguientes elementos principales:

- Una autorización clara del Parlamento o Congreso al Poder Ejecutivo para aprobar planes de empréstitos y garantías de préstamos en nombre del Gobierno.
- Una autorización clara del Poder Ejecutivo a las entidades de gestión de la deuda para que soliciten los préstamos, realicen las transacciones relacionadas con deuda y emitan garantías para los préstamos.
- Objetivos claros de gestión de la deuda. Los objetivos comunes de gestión de la deuda que se observan en la legislación moderna son: que siempre se satisfagan las necesidades de financiamiento del Gobierno central, que se minimice el costo de la deuda a mediano o largo plazo, que los riesgos de la cartera de deuda se mantengan en niveles aceptables y que se promueva el desarrollo del mercado de deuda interno.
- El requerimiento de preparar una estrategia de gestión de la deuda. Una vez establecidos los objetivos de gestión de la deuda, deben traducirse en una estrategia operacional que ofrezca un marco para que el Gobierno alcance dichos objetivos.
- Presentación obligatoria de informes una vez al año, en los que se incluya la evaluación de los resultados en relación con los objetivos establecidos y la estrategia determinada. Este tipo de rendición de cuentas es la contrapartida de la delegación del poder de decisión sobre empréstitos del Parlamento o Congreso al Poder Ejecutivo.
- El requerimiento de una auditoría externa. Este requisito figura habitualmente en la Ley de Auditorías Públicas, en general, y no en la legislación específica sobre gestión de la deuda.

68. Cuando distintas entidades contraen obligaciones directas en nombre del Gobierno central, es necesario contar con mecanismos institucionales eficaces para garantizar la coordinación y la aplicación adecuada de la EDMP. En particular, deben existir mecanismos de intercambio de información sobre los avances en estas subcarteras y para coordinar las medidas. Los países adoptan diferentes enfoques para abordar este desafío de coordinación, desde la centralización de todas las funciones de gestión de la deuda en una unidad hasta la creación de una unidad central responsable de preparar y controlar la EDMP, mientras que otras entidades son las responsables de la aplicación. Además, dados los importantes vínculos entre la aplicación eficaz de la EDMP y la gestión de efectivo y la aplicación de la política monetaria del Gobierno, en las disposiciones institucionales se debe reconocer la necesidad de establecer mecanismos de coordinación eficaces entre estas funciones.

Recuadro 6. Arreglos institucionales

Una gestión adecuada de la deuda pública requiere una estructura institucional que defina claramente las funciones, las responsabilidades y los canales de información de las instituciones pertinentes. Al reunir las funciones de gestión de la deuda en un solo departamento o dirección, se puede evitar la duplicación de funciones, reforzar la rendición de cuentas y reducir los requisitos de coordinación e intercambio de información. También se facilita el análisis y la preparación de una estrategia para toda la cartera de deuda porque una sola entidad tiene el mandato claro de cumplir su tarea y mantiene toda la información necesaria para lograrlo.

Las experiencias en los países en desarrollo indican que los arreglos institucionales en torno a las operaciones de gestión de la deuda continúan fragmentados en varios organismos públicos, especialmente porque la gestión de proyectos por lo general requiere una fuerte participación de los ministerios de Planificación o de Economía. Por lo tanto, se necesita una firme coordinación entre los organismos para que lleven a cabo la función de gestores de la deuda de manera eficaz. Al respecto, habitualmente se reconoce que una función consolidada no es requisito para una gestión adecuada de la deuda pública.

Al centralizar las responsabilidades de gestión de la deuda en una sola entidad, se requiere una división interna de responsabilidades para reducir el riesgo operacional. En especial, es fundamental la separación entre las actividades principales y las tareas administrativas para reducir el riesgo de fraude en cualquier organización que realice operaciones financieras. A su vez, en las operaciones más avanzadas, la separación entre actividades principales y secundarias garantiza la independencia entre quienes establecen y controlan el marco de gestión de riesgos y los responsables de realizar las operaciones de mercado. Además, es importante que el personal se guíe por un código de conducta claro y reglas sobre conflictos de intereses para garantizar la integridad de las operaciones de gestión de la deuda.

Basado en Banco Mundial (2007a), capítulo 5.

69. Con frecuencia resulta difícil crear una base de datos eficaz que abarque todos los tipos de deuda y que pueda aportar la información necesaria para el avance de la EDMP. El registro de la deuda es una condición previa para contar con datos integrales y de alta calidad sobre la deuda. Aunque un buen sistema de tecnología de la información contribuye a establecer mecanismos adecuados de registro de la deuda, las experiencias demuestran que es clave establecer procesos y procedimientos claros al respecto. En materia de sistemas de tecnología de la información, los países adoptan una variedad de enfoques: desarrollo de sistemas internos, uso de un sistema de terceros o una combinación de ambas cosas. Para garantizar la integridad de cualquier información ingresada en un sistema, deben existir procedimientos operacionales adecuados para asegurar la exactitud⁴².

70. Las experiencias de los países con el establecimiento de un marco habilitante eficaz se analizan más ampliamente en Banco Mundial y FMI (2007) y en Banco Mundial (2007a).

⁴² En general, los países deberían luchar por alcanzar el principio de los “cuatro ojos”, que señala que una persona debe ingresar los datos y otra, verificarlos.

Recuadro 7. Elementos convenientes de un sistema de registro de deuda

Un sistema confiable de registro de deuda debe ofrecer una base de datos precisa, coherente e integral de la deuda interna, externa y garantizada por el Gobierno. Un buen sistema de registro de deuda debería proporcionar fácilmente lo siguiente:

- la composición precisa de la deuda pendiente, organizada por distintos criterios: composición de monedas, composición de acreedores, concesionalidad y composición de instrumentos (incluso por tipo de tasa de interés);
- cronogramas generales del servicio de la deuda relativos a distintas categorías de deuda;
- algunos indicadores de cartera básicos, como el vencimiento promedio, la proporción de deuda denominada en divisas, etc.;
- calendarios de pago de intereses y amortización de préstamos individuales y valores, junto con los avisos de pago conexos; esto puede descentralizarse si la administración se distribuye entre distintas entidades de contratación.

Idealmente, el sistema también debería interactuar con otros sistemas clave, incluidos los siguientes: i) el sistema de pagos utilizado para realizar los pagos del servicio de la deuda; ii) el sistema de gestión de operaciones (si corresponde)⁴³; iii) el sistema de subastas (si está separado del sistema de gestión de operaciones), y iv) los sistemas contable y de información sobre la gestión financiera del Gobierno.

Además, debería ser posible garantizar la integridad del sistema mediante la incorporación de controles de seguridad apropiados.

⁴³ Esto se aplica, por ejemplo, si la unidad de gestión de la deuda participa directamente en operaciones del mercado financiero.

Apéndice II. Diseño de una EDMP: Lista de verificación para los gestores de la deuda

A continuación se resumen los elementos principales de los pasos necesarios para formular una EDMP.

Paso 1. Identificar los objetivos de gestión de la deuda pública y el alcance de la EDMP

El propósito es ayudar a determinar qué objetivos debería perseguir la EDMP. Esto también ayudará a aclarar las tareas y responsabilidades que corresponden al gestor de la deuda.

- Identificar los principales objetivos de gestión de la deuda pública
 - Ejemplos:
 - satisfacer las necesidades de financiamiento
 - minimizar los costos
 - mantener los riesgos en niveles prudentes
 - desarrollar el mercado de deuda interno
 - establecer puntos de referencia para las emisiones del sector privado
- Garantizar que se documenten adecuadamente los objetivos (cuando no están establecidos por ley)
- Definir el alcance de la EDMP
 - Gobierno central, Gobierno en general o sector público más amplio
 - obligaciones eventuales
 - interacción con la deuda externa del sector privado

Paso 2. Identificar la actual estrategia de gestión de la deuda y los costos y riesgos de la deuda existente

El propósito es determinar con claridad el punto de partida del análisis; esto ayudará a determinar si con la EDMP se debería intentar cambiar las características de la cartera de deuda actual de algún modo específico, por ejemplo, reduciendo un riesgo en particular.

- Identificar explícitamente la estrategia actual
 - ofrecer un punto de referencia para evaluar las alternativas
- Identificar el monto y la composición de la deuda pendiente
 - determinar el perfil del servicio de la deuda pendiente
- Calcular los indicadores básicos de costos y riesgos para la cartera
 - identificar fuentes de vulnerabilidad para el saldo de deuda existente

Paso 3. Identificar y analizar las posibles fuentes de financiamiento, incluidos sus costos y características de riesgo

El propósito es determinar las posibles estrategias que podrían ser factibles y convenientes para su ejecución. Esto también ayudará a identificar las posibles limitaciones que podrían impedir la aplicación de la estrategia seleccionada. En este caso puede ser necesaria la interacción con los supervisores del mercado financiero u otros organismos (por ejemplo, el Ministerio de Planificación).

- Identificar las posibles fuentes de financiamiento, sus características financieras —incluidos los parámetros de costos y riesgos— y los posibles montos disponibles
 - enumerar los instrumentos existentes y potenciales, internos y externos, y describir sus características financieras
 - evaluar el posible monto de empréstitos disponibles a través de cada instrumento
 - identificar toda limitación que podría obstaculizar la disponibilidad de fondos
 - discutir/ordenar los instrumentos de acuerdo con sus características de costos y riesgos (y dentro del contexto de las vulnerabilidades de la cartera de deuda identificada previamente)

Paso 4. Identificar riesgos y proyecciones de referencia en las principales esferas de política: fiscal, monetaria, externa y de mercado

El propósito es determinar la hipótesis de referencia para el análisis del desempeño de estrategias alternativas e identificar las hipótesis de riesgo específicas que se evaluarán. Requiere la interacción con las autoridades encargadas de la política monetaria y fiscal y de los mercados financieros, y los participantes del mercado (cuando corresponda).

- Identificar las proyecciones de referencia a mediano plazo para las principales variables de política fiscal y monetaria
 - utilizar las proyecciones del MSD
- Determinar si existen limitaciones externas que influyan en la formulación de la EDMP
 - analizar las variaciones previstas para el tipo de cambio o el régimen de cuentas de capital
 - analizar las necesidades de financiamiento de reservas internacionales
- Identificar las proyecciones de referencia a mediano plazo para las tasas de mercado
- Aclarar los supuestos sobre los posibles precios de los instrumentos que no son de mercado
 - a partir de la información de los acreedores y otras fuentes
- Determinar las hipótesis de riesgo específicas
 - aquellas identificados en el MSD
 - otros cambios específicos en las condiciones de mercado y la demanda (por ejemplo, conmociones en las condiciones de liquidez mundiales)

Paso 5. Examinar los factores estructurales a largo plazo más importantes

El propósito es tener una perspectiva a más largo plazo e identificar todo factor que pueda determinar cómo debería cambiar idealmente la composición de la deuda en el largo plazo. Requiere interacción con las autoridades encargadas de las políticas fiscales y monetarias.

- Establecer las características estructurales a largo plazo de la economía que se deberían tener en cuenta en la EDMP, como las siguientes:
 - vulnerabilidad de los precios de los productos básicos
 - acceso al financiamiento en condiciones concesionarias

- tendencias del tipo de cambio efectivo real
- tendencias de la inflación

Paso 6. Evaluar y ordenar estrategias alternativas de gestión de la deuda a partir de las decisiones sobre costos y riesgos

El propósito es analizar varias estrategias alternativas de gestión de la deuda, evaluar su desempeño y preseleccionar una cantidad reducida, incluida una estrategia preferida.

- Para las diferentes estrategias alternativas, se debe realizar lo siguiente:
 - evaluar la posible variación de costos de cada hipótesis de riesgo
 - evaluar el grado en que cada estrategia ayuda a mitigar las vulnerabilidades identificadas en la cartera
 - evaluar el grado en que cada estrategia cumple los objetivos de gestión de la deuda, tanto primarios como secundarios
 - evaluar si cada estrategia podría llegar a aplicarse teniendo en cuenta los supuestos sobre las posibles fuentes de financiamiento

Paso 7. Analizar con las autoridades encargadas de las políticas fiscal y monetaria las repercusiones de las estrategias preseleccionadas, y para el desarrollo de mercado

El propósito es determinar claramente que las estrategias preferidas, al igual que las preseleccionadas, están en consonancia con las políticas fiscales y monetarias, mantienen la sostenibilidad de la deuda y son coherentes con los planes de desarrollo del mercado.

- Describir las estrategias preferidas y las estrategias preseleccionadas a las autoridades encargadas de las políticas fiscal y monetaria
 - analizar los posibles ámbitos de interacción
 - confirmar que los indicadores de sostenibilidad estén en consonancia con el ASD
- Examinar las posibles repercusiones para el mercado de deuda de las estrategias preseleccionadas, incluso con las autoridades del mercado financiero, cuando corresponda

Paso 8. Proponer y aprobar la EDMP

El propósito es proponer la estrategia preferida al encargado de la decisión y obtener su conformidad.

- Documentar la selección de la estrategia preferida y algunas estrategias alternativas (una o dos)
 - explicar por qué la estrategia preferida es superior a las demás
 - describir claramente los principales costos y riesgos asociados, y la relación con los objetivos más amplios
- Presentar la propuesta a la máxima autoridad responsable
- Acordar los términos de la EDMP

Una vez determinada, la EDMP acordada deberá darse a conocer.

Apéndice III. Indicadores de costos, riesgos y deuda

En este apéndice se aborda una variedad de mecanismos de medición de costos y riesgos y otros indicadores de deuda útiles que el gestor de la deuda puede necesitar para gestionar la cartera adecuadamente. En el apéndice VI se describe el modo en que algunos de estos indicadores se podrían utilizar en la aplicación del marco en un país específico.

71. Una condición para la preparación de una EDMP sólida es una definición clara de los costos y riesgos. Aunque pueda parecer trivial, en la práctica es una cuestión que ha traído y trae dificultades a los gestores de la deuda. Es importante que estos expliquen claramente qué se abarca con las mediciones específicas de costos y riesgos, de modo que se seleccionen los parámetros más adecuados para un objetivo específico.

72. A los fines presupuestarios inmediatos, la atención se centra habitualmente en mediciones nominales absolutas, es decir, pagos de interés nominal a los tipos de cambio actuales. Si bien las mediciones nominales son útiles para los fines presupuestarios, no sirven para informar a los encargados de tomar decisiones el verdadero costo de la deuda, porque pasan por alto las repercusiones de la inflación en el valor real de la deuda o las ganancias o pérdidas de la deuda indexada o denominada en divisas. Tampoco reflejan el modo en que la capacidad de reembolso se ve determinada por el crecimiento del PIB o los ingresos fiscales. En consecuencia, puede ser útil considerar la relación entre pagos de intereses y PIB nominal o ingresos fiscales nominales, los cuales son mediciones reales eficaces que reflejan mejor la verdadera carga de deuda. Otras mediciones importantes del costo real que se analizan a continuación son la proporción entre VNA de la deuda y PIB, y la relación entre pagos de intereses ajustados según ganancias o pérdidas de capital y PIB. La medición del VNA es útil porque registra el grado de concesionalidad de la deuda. La medición del costo de interés ajustado refleja las tasas de interés en condiciones concesionarias directamente, pero también ajusta los pagos de intereses en moneda extranjera, habitualmente más bajos, de acuerdo con la depreciación prevista del tipo de cambio, que se suman al principal y, en consecuencia, a la carga real de esa deuda.

73. En el contexto de los párrafos siguientes, y en la herramienta analítica de la EDMP que acompaña esta nota de orientación, el riesgo se define como una variación en una de estas mediciones de costos después de una conmoción. Sin embargo, en este apéndice también se analizan otras estadísticas de cartera útiles que reflejan directamente la exposición intrínseca de la cartera de deuda a riesgos tales como las variaciones en las tasas de interés y los tipos de cambio. Al utilizar estas estadísticas sobre la cartera es importante comprender cómo se relacionan con las mediciones de riesgo más aplicables.

Medición de los costos

74. A continuación se presentan algunos ejemplos de los indicadores de costos más utilizados para una cartera de deuda.

Costo de interés

- El costo de interés nominal refleja el impacto nominal directo de los pagos de intereses, o pagos de cupones en el caso de deuda con bonos, pero no incluye las ganancias o pérdidas de capital realizadas sobre la deuda indexada, como la deuda denominada en divisas o vinculada a la inflación. De forma algebraica, esta medición se puede expresar así⁴⁴:

$$I_t^* = \sum_{j=1}^m e_{jt} I_{jt}^{FX} + I_t^{DX} \quad (1)$$

donde I_t^* = total de pagos de intereses expresados en moneda local en el momento t , e_{jt} = tipo de cambio j^x entre la moneda local y la divisa j , I_{jt}^{FX} = pagos de intereses denominados en divisa j , y I_t^{DX} = pagos de intereses en moneda local. El costo de interés nominal absoluto no constituye un buen indicador del verdadero costo de la carga de deuda. Por eso, es más conveniente normalizar el costo de interés nominal en términos reales o en términos de unidades de PIB nominal o ingresos públicos. Las últimas dos normalizaciones reflejan la capacidad del Gobierno de cumplir los pagos de intereses. Esas normalizaciones implicarían que podríamos definir lo siguiente: a) costo de interés real, b) costo de interés nominal como proporción del PIB nominal y c) costo de interés nominal como proporción de los ingresos.

- El costo de interés real puede reflejar mejor el costo económico de la deuda asociada solo con los pagos de intereses. Mide el costo de interés nominal de la deuda ajustado según los precios y puede expresarse de esta forma:

$$I_t^P = \frac{I_t^*}{P_t} \quad (2)$$

donde I_t^P = total de pagos de intereses reales, P_t = precios internos e I_t^* ya se definió anteriormente.

- La relación entre costo de interés nominal y PIB nominal es una medición muy utilizada para los costos y se calcula de la siguiente manera:

$$I_t^Y = \frac{I_t^*}{Y_t} \quad (3)$$

⁴⁴ Por cuestiones de simplificación, suponemos que solo existe deuda nominal en moneda local y deuda nominal denominada en divisas. La ecuación (y todas las siguientes) podría ampliarse fácilmente para incluir la deuda con características diferentes, como la deuda vinculada a la inflación. También ignoramos otros costos, como las comisiones, los honorarios jurídicos y otros egresos administrativos, que habitualmente están asociados a la deuda contraída.

donde I_t^Y = relación entre costo de interés nominal y PIB nominal, Y_t = PIB nominal e I_t^* ya se definió anteriormente.

- La relación entre costo de interés nominal e ingresos nominales del Gobierno se calcula de la siguiente manera:

$$I_t^T = \frac{I_t^*}{T_t} \quad (4)$$

donde i_t^T = relación entre costo de interés nominal e ingreso nominal del Gobierno, T_t = ingreso nominal del Gobierno e I_t^* ya se definió anteriormente.

- También puede ser útil calcular los pagos de intereses por unidad de deuda, es decir, la tasa de interés promedio. La tasa de interés promedio (no ponderada) es el pago de interés nominal en relación con el saldo pendiente de deuda y se expresa de la siguiente manera:

$$\bar{i}_t = \frac{I_t^*}{D_t} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{j,t} I_{j,t}^{FX} + I_t^{DX}}{D_t^{DX} + D_t^{FX}} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{j,t} I_{j,t}^{FX} + I_t^{DX}}{D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}} \quad (5)$$

donde \bar{i}_t = tasa de interés promedio no ponderada, $D_t = D_t^{DX} + D_t^{FX}$
 $= D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}$ = saldo total de la deuda pendiente en el período t, y D_t^{DX} y

$D_t^{FX} = \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}$ son la deuda pendiente en moneda local y

divisas, respectivamente.

- La tasa de interés promedio no ponderada real es la tasa de interés promedio no ponderada ajustada según la inflación interna:

$$\bar{i}_t^{-\pi} = \bar{i}_t - \pi_t \quad (6)$$

donde $\bar{i}_t^{-\pi}$ = la tasa de interés promedio no ponderada real, y
 π_t = inflación interna.

Costo de interés ajustado según las ganancias o pérdidas de capital sobre la deuda indexada

- Como se describió anteriormente, en el costo de interés nominal no se consideran los costos asociados con ganancias o pérdidas de capital. Estas ganancias o pérdidas surgen de los efectos del tipo de cambio en la deuda denominada en

divisas, ya que la deuda se indexa efectivamente en monedas distintas de la local. El costo de interés nominal ajustado puede medirse de esta forma:

$$C_t^* = I_t^* + \sum_{j=1}^m (D_{t-1,j}^{FX} \cdot \Delta e_{t,j}) \quad (7)$$

donde C_t^* = costo de interés nominal ajustado, $\sum_{j=1}^m (D_{t-1,j}^{FX} \cdot \Delta e_{t,j})$ = ganancias o pérdidas de capital provenientes de la variación en los tipos de cambio asociados con la deuda pendiente en divisas a la fecha $t - 1$, e I_t^* ya se definió previamente.

- El costo de interés real ajustado se calcula de esta forma:

$$C_t^P = \frac{C_t^*}{P_t} \quad (8)$$

donde C_t^P = costo de interés real ajustado y todos los demás términos se definieron anteriormente.

- La relación entre costo de interés nominal ajustado según las ganancias o pérdidas de capital y PIB nominal se calcula de esta forma:

$$C_t^y = \frac{C_t^*}{Y_t} \quad (9)$$

donde C_t^y = relación entre costo de interés nominal ajustado y PIB nominal, y todos los demás términos ya se definieron previamente.

- La relación entre costo de interés nominal ajustado según las ganancias o pérdidas de capital e ingresos se calcula de esta forma:

$$C_t^T = \frac{C_t^*}{T_t} \quad (10)$$

donde C_t^T = relación entre costo de interés nominal ajustado e ingresos, y todos los demás términos ya se definieron previamente.

Medición de los riesgos

75. Habitualmente, el riesgo es una función de la exposición de la cartera de deuda del Gobierno y el factor de riesgo específico. Si bien la exposición tiende a ser endógena a las decisiones de la administración, el factor de riesgo es exógeno porque está impulsado por fuerzas ajenas al control del gestor de la deuda, como es el caso de los acontecimientos macroeconómicos de un país y en el resto del mundo, las variaciones en la percepción del mercado y otros factores que dan lugar a cambios inesperados en los precios de mercado.

76. Los gestores de la deuda pueden ayudar a reducir la vulnerabilidad de las carteras de deuda de los Gobiernos ante cambios en los precios de mercado reduciendo la exposición de la cartera. A tal fin, se pueden medir y seguir periódicamente los indicadores adecuados que señalan en qué medida la cartera de deuda y el costo de la deuda están expuestos a varios tipos de riesgos.

77. Con las mediciones del riesgo se calcula el posible aumento imprevisto de los pagos del servicio de la deuda producido por una alteración sorpresa de las variables de mercado, como las tasas de interés y los tipos de cambio.

78. Como se señaló anteriormente, en un entorno determinista, como el que se utilizó en la herramienta analítica de la EDMP, el riesgo se mide como la diferencia entre el costo en un período determinado, siguiendo una hipótesis que incorpora una alteración específica, y el costo en una situación de referencia predeterminada⁴⁵. La diferencia se representa de la siguiente manera:

$$risk_t^k = I_t^{k,s} - I_t^{k,b} \text{ o bien } risk_t^k = C_t^{k,s} - C_t^{k,b}, k = *, P, Y \text{ o } T. \quad (11)$$

donde $I_t^{k,s}$ y $C_t^{k,s}$ son, respectivamente, los costos de la hipótesis con una alteración prevista e $I_t^{k,b}$ y $C_t^{k,b}$ son los costos en una hipótesis de referencia.

79. Además de los riesgos de las tasas de interés y tipos de cambio, los gestores de la deuda también están expuestos al riesgo de refinanciamiento (o de renovación), es decir, el riesgo de que la deuda tenga que renovarse a un costo inusualmente elevado o, en casos extremos, no pueda renovarse directamente. Aunque el riesgo de refinanciamiento puede considerarse un tipo de riesgo de tasas de interés, su aparición puede dar lugar a aumentos descomunales de los costos de financiamiento del Gobierno, o a la incapacidad de refinanciar los préstamos del Gobierno con vencimiento próximo. Debido a que este tipo de impacto puede originar o exacerbar una crisis de deuda y, por lo tanto, causar serias pérdidas económicas, además de los efectos puramente financieros del aumento de las tasas de interés, es importante tratar el riesgo de refinanciamiento por separado. A continuación analizamos las vulnerabilidades a los riesgos relativos a tasas de interés, refinanciamiento y divisas, y algunas estadísticas que pueden utilizarse para medir su gravedad.

Indicadores de exposición a los factores de riesgo del mercado

Riesgo de las tasas de interés

80. El riesgo de las tasas de interés hace referencia a la vulnerabilidad de la cartera de deuda, y el costo de la deuda pública, a tasas de interés de mercado más elevadas en el

⁴⁵ En un análisis estocástico, el riesgo habitualmente se cuantifica a través de una medición de la dispersión (es decir, la desviación estándar) o los extremos o zonas de cola de una distribución específica (por ejemplo, el 95.º percentil de la distribución de costos o la porción superior de la distribución de costos empírica por encima del 95.º percentil).

momento en que se vuelve a determinar el precio de la tasa de interés sobre la deuda a tasa variable y la deuda a tasa fija que está por vencer. Los siguientes indicadores proporcionan mediciones de la exposición a este riesgo.

- Monto del saldo de deuda cuando se vuelve a fijar la tasa de interés en un período particular t :

$$D_t^{refix} = D_t^v + A_t^f = D_{t_t^v}^{v,FX} + D_{t_t^v}^{v,DX} + A_t^{f,DX} + A_t^{f,FX} \quad (13)$$

donde $D_t^v = D_{t_t^v}^{v,FX} + D_{t_t^v}^{v,DX}$ = total de deuda a tasa variable; $D_{t_t^v}^{v,DX}$ = deuda a tasa

variable en moneda local y $D_{t_t^v}^{v,FX} = \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j_t^v}^{v,FX}$ = deuda a tasa variable

denominada en divisas (convertida a moneda local); $A_t^f = A_t^{f,DX} + A_t^{f,FX}$; A_t^f = reembolsos del principal o amortizaciones de la deuda a tasa fija que vence en el período t , $A_t^{f,DX}$ = reembolsos del principal de la deuda a tasa fija que vence en el

período t , y $A_t^{f,FX} = \sum_{j=1}^m (A_{t,j}^{f,FX} \cdot e_{t,j})$ = reembolsos del principal de la deuda a tasa fija denominada en divisas que vence en el período t .

- Proporción de la deuda en la cartera de deuda cuando se vuelve a fijar la tasa de interés en un período particular t :

$$d_t^{refix} = \frac{D_t^{refix}}{D_t} \quad (14)$$

- Tiempo promedio para volver a fijar la cartera de deuda. Este indicador es una medición del tiempo promedio ponderado hasta que todos los pagos del principal de la cartera de deuda queden sujetos a una nueva tasa de interés.

$$ATR_t = \frac{\omega^f \cdot \sum_{t=1}^T (A_t^f \cdot t) + \omega^v \cdot \sum_{s=1}^S (D_{t,s}^v \cdot s)}{D_t} \quad (15)$$

donde ATR_t = período en el que se vuelve a fijar la tasa de interés promedio de la cartera de deuda, D_t^v , D_t , A_t^f ya se definieron anteriormente, s = tiempo hasta el próximo reajuste de la tasa de interés para la deuda a tasa de interés variable, y ω^j , $j = v$ y f son las proporciones de deuda a tasa variable pendiente y principal a tasa fija por vencer. ATR_t muestra, en promedio, el tiempo que pasa hasta que los pagos del principal quedan sujetos a una nueva tasa de interés. Como método de medición promedio, este indicador ofrece información a lo largo del tiempo sobre las variaciones del lapso promedio para volver a fijar la cartera. Un acortamiento de este indicador señala que, en promedio, la cartera se enfrenta a una nueva tasa de interés con más frecuencia y, por lo tanto, está más expuesta a alteraciones por reacomodamiento.

Riesgo de refinanciamiento (renovación)

81. El riesgo de refinanciamiento registra la exposición de la cartera de deuda a tasas de interés inusualmente más elevadas en el momento en que se refinancia la deuda; en una situación extrema, cuando este riesgo es demasiado elevado, los gestores de la deuda no consiguen renovar las obligaciones que están por vencer. Los siguientes indicadores proporcionan mediciones de la exposición a este riesgo⁴⁶.

- Perfil de amortización de la deuda pendiente. El perfil de amortización de la deuda es la secuencia de pagos de principal o amortización que origina el saldo pendiente de deuda. Se representa de la siguiente forma:

$$RP_t = [A_t]_{t=1}^T = [A_t^{DX} + A_t^{FX}]_{t=1}^T = \left[A_t^{DX} + \sum_{j=1}^m (A_{t,j}^{FX} \cdot e_{t,j}) \right]_{t=1}^T = \{A_{t=1}, A_{t=2}, \dots, A_{t=T}\} \quad 16)$$

donde RP_t = perfil de amortización del saldo del total de deuda pendiente que abarca la secuencia completa prevista de pagos de principal o amortizaciones a partir del período t y hasta el período futuro T , en que debe reembolsarse la parte final del principal pendiente; todos los demás términos ya se definieron previamente.

- Proporción del saldo de deuda que vence en un período particular. La relación entre la deuda que vence en un período determinado y el total de deuda pendiente puede expresarse de esta forma: $\frac{A_t^D}{D_t}$.

- Proporción del saldo de deuda que vence en un período particular ajustada de acuerdo con los activos líquidos. Mientras que $\frac{A_t^D}{D_t}$ proporciona la exposición bruta al riesgo de refinanciamiento, los países pueden tener mecanismos de amortiguación de liquidez en forma de reservas en divisas, o saldos de efectivo, que reducen la vulnerabilidad del Gobierno al riesgo de refinanciamiento. Estos activos deberían descontarse de la exposición bruta. En consecuencia, la proporción ajustada de deuda que vence en el momento t puede expresarse de esta forma: $\frac{[A_t^D - R_t - CB_t]}{D_t}$,

donde CB_t = saldos de efectivo, y R_t = reservas internacionales.

⁴⁶ Debe tenerse en cuenta que los indicadores aquí examinados también pueden utilizarse para evaluar la exposición al riesgo de tasas de interés provenientes únicamente de la deuda que está por vencer.

Se pueden realizar estimaciones separadas para la proporción de la deuda expuesta al riesgo de refinanciamiento para porciones externas e internas, de la siguiente manera:

$$\frac{A_t^{DX} - CB_t}{D_t^{DX}}, \text{ y } \frac{A_t^{FX} - R_t}{D_t^{FX}}$$

Por último, la relación entre deuda por vencer e ingresos fiscales, $\frac{A_t^D}{T_t}$, ofrece una idea de la magnitud de la renovación en relación con la capacidad del Gobierno de recaudar ingresos.

- Tiempo promedio hasta la madurez. Este indicador es una medición del tiempo promedio ponderado hasta el vencimiento de todos los pagos del principal de la cartera de deuda. Se calcula de la siguiente forma:

$$ATM_t = \frac{\sum_{t=1}^T (A_t \cdot t)}{\sum_{t=1}^T A_t} \quad (17)$$

donde ATM_t = tiempo promedio hasta el vencimiento de la cartera de deuda,

A_t = pago del principal de la cartera correspondiente al período t . ATM_t muestra cuánto tiempo se requiere, en promedio, para renovar la cartera de deuda. Un acortamiento de este indicador señala que la cartera se renueva con más frecuencia y, por lo tanto, está más expuesta a alteraciones de refinanciamiento.

Riesgo cambiario

82. El riesgo cambiario está relacionado con la vulnerabilidad de la cartera de deuda, y el costo de la deuda del Gobierno, a una depreciación/devaluación del valor externo de la moneda local. Los siguientes indicadores proporcionan una medición de la exposición a este riesgo:

- Relación entre deuda en divisas y total de la deuda:

$$d_t^{fx} = \frac{D_t^{fx}}{D_t} = \frac{D_t^{FX}}{D_t^{DX} + D_t^{FX}} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}}{D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}} \quad (18)$$

donde d_t^{fx} es la porción de deuda en divisas de la cartera de deuda.

- Desigualdad en el nivel de obligaciones en moneda extranjera en comparación con las reservas en divisas:

$$d_t^{fxr} = \frac{D_t^{fx}}{R_t} = \frac{D_t^{FX}}{R_t} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}}{\sum_{h=1}^n e_{ht} R_{ht}} \quad (19)$$

donde d_t^{fxr} = relación entre deuda en divisas y reservas en divisas; R_t = reservas en moneda extranjera; $h = 1, \dots, n$ indica la existencia de diferentes monedas en poder del banco central como reservas internacionales.

- Desigualdad en la composición de obligaciones en moneda extranjera en comparación con las reservas en divisas:

$$d_t^c = \sum_{j=1}^W \omega_t^j D_{t,j} / R_{t,j}$$

donde d_t^c indica el grado de desigualdad monetaria entre deuda en divisas y reservas en divisas en el momento t , ω_t^j es la porción de deuda en divisas denominada en la moneda j y $D_{t,j}$ y $R_{t,j}$ son los valores absolutos de la deuda en divisas y las reservas en divisas denominados en la moneda j . Cuando los niveles de deuda y reservas son muy desiguales, $D_{t,j}$ y $R_{t,j}$ podrían medirse como porcentajes en vez de valores absolutos. Mientras más se aleje de 1 el indicador, mayor será el grado de disparidad monetaria.

Otros indicadores de deuda útiles

- El VNA de la deuda total: El valor actual del saldo de deuda pendiente es el valor resultante de descontar todos los pagos futuros de flujo de efectivo de dicha deuda. Se calcula de la siguiente forma:

$$NPV_t^D = \sum_{t=0}^T (CF_t^D \cdot \delta^t) \quad (20)$$

donde NPV es el valor actual del saldo de la deuda, CF son los pagos de flujos de efectivo en el período t , y δ es el factor de descuento. Los pagos futuros en divisas primero deben traducirse a la moneda local utilizando el tipo de cambio previsto.

- Los países de ingreso bajo tienen acceso a fuentes de financiamiento en condiciones concesionarias, lo cual reduce los costos considerablemente. Esto no se refleja en una medición normal del saldo de la deuda, pero puede calcularse examinando el VNA de la deuda, que descuenta pagos futuros del servicio de la deuda (bajos) al valor presente. La desventaja de la medición del VNA es que no calcula que un préstamo en condiciones concesionarias se renueva. Así, si un préstamo de este tipo vence el día siguiente, el VNA es, básicamente, igual al valor nominal. En un caso de país típico, los préstamos en condiciones

concesionarias se reemplazan habitualmente con nuevos préstamos. En una evaluación completa de la estrategia —véase la herramienta de planilla de cálculo de la EDMP—, esto se soluciona calculando estrategias de renovación para esos préstamos en un período muy prolongado. El problema se reduce porque el futuro distante presenta un fuerte descuento.

Apéndice IV. Posibles fuentes de financiamiento

En este apéndice se ofrece una síntesis de los principales tipos de fuentes de financiamiento disponibles para el Gobierno. Cuando se analizan fuentes alternativas, es importante considerar los costos totales de los empréstitos, ya que habrá muchas comisiones y costos ocultos asociados con el proceso.

Fuentes externas

83. Existen dos fuentes principales de deuda externa: oficial y privada. La deuda oficial habitualmente se contrae mediante préstamos no negociables en el mercado. La deuda externa del sector privado puede adoptar la forma de préstamos no negociables o títulos de deuda negociables.

Fuentes oficiales

Algunas de las fuentes oficiales son las instituciones multilaterales y los préstamos bilaterales de Gobiernos.

84. Habitualmente, los préstamos en condiciones concesionarias tienen vencimientos prolongados (por ejemplo, a 40 años) y períodos de gracia extendidos (por ejemplo, 10 años). En el caso de la Asociación Internacional de Fomento (AIF; países de ingreso bajo), los créditos son a tasa fija y denominados en derechos especiales de giro (DEG, composición de dólares estadounidenses, euros y yenes japoneses). En el caso del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF; países de ingreso mediano), el financiamiento puede ser fijo o variable, y en la moneda elegida por el prestatario. Por lo general, las tasas de interés son similares o inferiores a la LIBOR. Los préstamos bilaterales tienen condiciones variables y pueden ser más favorables que las condiciones de mercado, pero su principal característica es que suelen estar denominados en la moneda del país prestatario.

85. A menudo, estos acreedores establecen condiciones específicas antes de desembolsar los préstamos. Los acreedores multilaterales pueden limitar el uso de los fondos a fines específicos o señalar otras condiciones relacionadas con las políticas. En el caso de los préstamos bilaterales, estas condiciones podrían incluir una cláusula para que los receptores utilicen o adquieran bienes y servicios exportados por el país acreedor. En el caso específico de los préstamos para proyectos, habitualmente existe un elemento de cofinanciamiento por el cual los receptores deben aportar el equivalente a un porcentaje de los fondos provistos por el acreedor. Todos estos factores pueden acrecentar indirectamente el costo del préstamo, incluso por las demoras en los desembolsos.

86. En muchos países, las autoridades organizan una conferencia de donantes para coordinar los compromisos financieros de cada donante. Esto les permite evaluar el monto de financiamiento concesionario disponible, identificar el perfil de cualquier financiamiento comprometido previamente que deseen limitar (por ejemplo, si suponen que es fijo) en el análisis de la EDMP y determinar la brecha de financiamiento posterior al financiamiento concesionario comprometido, que se cubrirá mediante empréstitos en condiciones no concesionarias.

Fuentes privadas

87. Algunas de las fuentes privadas son los empréstitos de los mercados internacionales de capital o de los bancos comerciales.

88. Con la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (IADM), los países tienen cada vez más acceso a los mercados internacionales de capital. Sin embargo, el acceso es incierto y está sujeto a cambios bruscos en las percepciones e intenciones del mercado. En consecuencia, para mejorar los análisis es importante recolectar constantemente información del mercado y hacer un seguimiento de las emisiones de países con calificaciones crediticias similares. Una forma de mejorar la calidad de este proceso de recolección de datos es establecer una relación de asesoría con un banco de inversiones. Los países pueden mitigar aún más este riesgo si logran un firme desempeño en el cumplimiento de sus obligaciones de deuda y si establecen un programa eficaz de intercambio con los inversionistas. Además, los países deberían estar alerta ante las posibles limitaciones de las condiciones de una emisión, por ejemplo, si es posible que se exija un mínimo de emisión o una moneda específica. Por otra parte, también será importante la estructura del título, es decir, si se reembolsa de una sola vez o mediante amortizaciones. Estos factores influirán en los análisis de los costos y riesgos de esta opción de financiamiento y su posible atractivo.

89. Además, puede ser posible negociar préstamos bancarios con bancos comerciales. La disponibilidad de crédito y la percepción del mercado pueden llegar a influir en el monto que ofrecerán estas fuentes. Por lo general, estos préstamos tendrán una tasa de interés flotante y vencimientos más cortos que los de los mercados de capital.

Fuentes internas

90. Las fuentes internas de financiamiento adoptarán la forma de instrumentos no negociables o títulos de deuda negociables.

91. Las fuentes de financiamiento interno que no participan en el mercado son, entre otras, los préstamos bancarios, los proveedores y —a menudo— el banco central. No es recomendable recurrir al financiamiento de los bancos centrales, por ejemplo, solicitando la participación directa en el mercado primario o mediante un servicio de sobregiro, ya que puede entrar en conflicto con el logro de los objetivos de las autoridades monetarias y distorsionar el mercado⁴⁷. Este tipo de financiamiento es inflacionario y, habitualmente, lleva a tasas de interés más elevadas en general. Además, de acuerdo con las condiciones acordadas para el financiamiento de los bancos centrales, puede impedir el proceso de determinación de los precios, lo cual obstaculiza el desarrollo de un mercado de bonos públicos eficiente. Los inversionistas cautivos, como las instituciones del sector público, también pueden ser una fuente importante de financiamiento, pero recurrir a ellos puede ser contraproducente para un desarrollo eficiente del mercado de bonos⁴⁸. Como sucede con los

⁴⁷ En la mayoría de los países, el financiamiento monetario del Gobierno está explícitamente prohibido por ley.

⁴⁸ Aunque su presencia pueda parecer beneficiosa y ayudar a mantener los costos de interés contenidos, a largo plazo su intervención impedirá el desarrollo del mercado y, en definitiva, limitará el monto y la calidad del

préstamos de bancos externos, los préstamos de bancos nacionales posiblemente sean a corto plazo y con tasas variables. También se puede obtener crédito a corto plazo de los proveedores a través de las obligaciones por pagar.

92. En lo que respecta a instrumentos negociables, la variedad de títulos de deuda estará limitada por el grado de desarrollo del mercado. A medida que se desarrollan los mercados, la elección de los instrumentos de financiamiento (vencimiento, tipo de instrumento, etc.) se amplía e incluye instrumentos con posibles propiedades de riesgo más provechosas. Esto da lugar a una función del gestor de la deuda como promotor del desarrollo de los mercados internos de deuda. Por ejemplo, es necesario que el gestor de la deuda pase de un régimen de tasas administradas a tasas totalmente determinadas por el mercado para que este se desarrolle de manera eficaz, y es probable que necesite ajustarse a un programa de emisiones de referencia para crear una curva de rendimiento eficaz.

93. La naturaleza del conjunto de inversionistas, que puede ser una combinación de bancos, compañías de pensiones y seguros, otros inversionistas institucionales internos, inversionistas externos e inversionistas minoristas, determinará la capacidad del mercado interno para absorber la cantidad y el alcance esperado de los instrumentos de deuda. Los participantes del mercado suelen demostrar una preferencia segmentada por distintos instrumentos de deuda, especialmente en lo que respecta a los vencimientos, de acuerdo con sus propias necesidades del balance general⁴⁹. En consecuencia, la composición relativa del conjunto de inversionistas será un factor clave para determinar el costo relativo de extender la curva de rendimiento o aplicar tipos de instrumentos diferentes. Para desarrollar estas fuentes de ahorros será necesario un esfuerzo a largo plazo en distintos frentes, incluida la adquisición de conocimientos sobre regulaciones, impuestos, leyes, infraestructura de mercado y sector financiero. La formación de un conjunto de inversionistas extranjeros también tendrá consecuencias para la cuenta de capital y el funcionamiento del mercado de divisas, y requerirá una consideración y coordinación cuidadosa con las autoridades monetarias. Al igual que en el caso de los mercados externos, es importante recabar regularmente información del mercado para hacer un seguimiento del interés del mercado en ciertos vencimientos y tipos de instrumentos (fijo o flotante u otra indexación); establecer relaciones eficaces con los inversionistas facilitará esta tarea.

Características de los costos y riesgos

94. Las características de los costos y riesgos de los diferentes tipos de instrumentos pueden resumirse en los términos amplios descritos en el cuadro 1.

financiamiento disponible en los mercados internos. Cuando sea posible, el gestor de la deuda debería intentar minimizar, siempre que se mantengan las normas de prudencia adecuadas, el efecto de los inversionistas cautivos en el mercado (por ejemplo, permitiendo la participación en subastas, aunque sin competir, para cumplir los requisitos regulatorios conexos, lo que garantiza que los títulos se les asignen en términos de mercado).

⁴⁹ Por ejemplo, los fondos de pensión suelen requerir activos protegidos contra la inflación a largo plazo, mientras que los bancos muestran una preferencia por activos a corto plazo que actúen como contrapartida de los depósitos a corto plazo.

**Cuadro 1. Factores de costos y riesgos
de distintos instrumentos de financiamiento**

Tipo de instrumento	Características de los costos	Características de los riesgos	Otros comentarios
Instrumentos externos			
Préstamo multilateral en condiciones concesionarias (por ejemplo, AIF, FAfD, FAsD)	Condiciones altamente concesionarias	Tasa fija; denominado en divisas; vencimiento muy extendido; estructura de amortización; período de gracia extendido	Disminuirá el acceso y se endurecerán las condiciones a medida que aumente el nivel de ingreso; flexibilidad limitada para negociar las condiciones; habitualmente incluye una comisión por compromiso; los desembolsos pueden depender de que se cumplan ciertas condiciones
Préstamo multilateral en condiciones no concesionarias (por ejemplo, BIRF, BAfD, BAsD)	Cierto grado de concesionalidad	Tasa fija y variable; denominado en moneda extranjera	Flexibilidad para adaptar las condiciones (por ejemplo, moneda y estructura de las tasas de interés) a las preferencias de riesgo del receptor; duración y período de gracia vinculados a la categoría del país; incluye una comisión por compromiso; no disponible para los países que solo reciben financiamiento de la AIF
Préstamo bilateral (incluidos los préstamos para proyectos)	Habitualmente, cierto grado de concesionalidad	Tasa fija y variable; denominado en moneda extranjera	Flexibilidad limitada para elegir las condiciones; incluye varios cargos por operaciones; préstamos para proyectos vinculados a usos específicos; en consecuencia, los desembolsos dependen en gran medida del avance de los proyectos
Préstamo de banco comercial (incluidos los préstamos sindicados)	Tasas de mercados	Puede ser de tasa fija o variable; puede ser a corto, mediano o largo plazo; habitualmente está denominado en moneda extranjera	La flexibilidad para decidir los términos dependerá de la capacidad relativa de negociación; puede incluir comisiones por transacción significativas

Bonos soberanos	Tasas de mercado (según las condiciones de liquidez y la calificación crediticia del país)	Puede ser de tasa fija o variable; habitualmente denominado en moneda extranjera; por lo general, estructura de único pago de reembolso	Las autoridades eligen las características principales (por ejemplo, estructura de la tasa de interés, moneda y vencimiento); incluye considerables comisiones por transacción; requiere muchos recursos para la puesta en marcha
Instrumentos internos			
Notas del Tesoro	Tasas de mercado	A corto plazo; denominadas en moneda local	Por lo general, es el primer instrumento que se introduce en el mercado interno
Bonos del Tesoro	Tasas de mercado	A mediano o largo plazo; denominados en moneda local; la tasa puede ser fija o variable; puede indexarse	La estructura del conjunto de inversionistas será un factor determinante del costo relativo de los diferentes tipos y vencimientos
Instrumentos minoristas	Tasas administrativas o de mercado	La tasa puede ser fija o variable; denominados en moneda local; pueden indexarse; habitualmente, a corto o mediano plazo	Generar un conjunto de inversionistas minoristas puede ofrecer algo de respaldo ante el riesgo de renovación; puede ser relativamente costoso, de acuerdo con los mecanismos de distribución
Préstamo de bancos comerciales	Tasas de mercado	Puede ser de tasa fija o variable; por lo general, a corto plazo; habitualmente está denominado en moneda local	La flexibilidad para decidir los términos dependerá de la capacidad relativa de negociación; incluye algunas comisiones por transacción

Apéndice V. Formulación de la EDMP: Consideraciones de costos de la aplicación de la política monetaria

95. En este apéndice se analiza el modo en que los costos de la aplicación de la política monetaria se pueden tener en cuenta durante la formulación de la EDMP. Estas cuestiones quedarían resueltas automáticamente cuando se formula la EDMP en un entorno de sector público completamente consolidado que incluya al banco central; sin embargo, no es habitual formular una EDMP de esa forma.

96. En la búsqueda de sus objetivos de política monetaria, el banco central podría necesitar eliminar el exceso de liquidez del sistema utilizando una variedad de instrumentos, como, por ejemplo: i) requisitos sobre reservas; ii) subastas de depósitos; iii) letras del banco central; iv) títulos del Gobierno, o v) liberalización de los flujos de capital. Si se utilizan instrumentos que impliquen costos que debe afrontar directamente el banco central, esto se debería reflejar en las remesas de rentabilidad proyectadas del banco central. Cuando se emiten títulos del Gobierno en el mercado primario para limitar el exceso de liquidez, esto tiene repercusiones presupuestarias directas, ya que es el Gobierno el que afronta directamente los intereses —aunque los ingresos no pueden utilizarse para financiamiento del Gobierno ya que están alojados en depósitos bloqueados en el banco central—; caso contrario, no tendrían ese efecto de esterilización. Habitualmente, estos costos se tienen en cuenta en las proyecciones macroeconómicas de referencia y pueden ignorarse.

97. Sin embargo, en algunos casos la elección de la EDMP afectará significativamente esos costos; en consecuencia, la diferencia relativa de los costos debería reconocerse y considerarse cuando se elige entre las estrategias alternativas de gestión de la deuda. Por ejemplo, cuando el tipo de cambio está vinculado a una moneda o está gestionado, y la cuenta de capital de facto no es muy abierta, los empréstitos externos para financiar el presupuesto por encima de lo que se requiere para los fines de la balanza de pagos darán lugar a una gran acumulación de reservas internacionales. Esto puede ser una cuestión especial en los países que dependen en gran medida de los préstamos en moneda extranjera en condiciones concesionarias para financiar el presupuesto, que es el caso de muchos países de ingreso bajo. Toda forma de liquidez interna adicional que se inyecte en consecuencia debe esterilizarse temporalmente hasta que pueda absorberse. En los casos en que la capacidad del país para absorber esta liquidez es limitada, por ejemplo, cuando son escasas las oportunidades de extender créditos al sector privado, esto podría llevar una cantidad de tiempo considerable. En principio, este costo neto de esterilización debería considerarse como parte del costo de cualquier financiamiento externo cuando excede las necesidades previstas de la balanza de pago.

98. Para el análisis de situaciones hipotéticas, el gestor de la deuda debería considerar el costo adicional de dicho endeudamiento externo en las remesas de ingreso netas y los pagos de interés del banco central, ya que no se refleja en el marco macroeconómico de referencia. Si el Gobierno recurre directamente al financiamiento del banco central como parte de su EDMP, es posible que los fondos necesiten esterilización para evitar presiones inflacionarias. Habitualmente, el gestor de la deuda adopta la suposición simplificada de que todas las esterilizaciones del banco central se realizan con tasas de interés a corto plazo. Otra operación posible sería aquella en la que el Gobierno recibe recursos externos excedentarios

y decide utilizarlos para reembolsar deuda anticipadamente. Cuando esta deuda está en manos de inversionistas internos, es posible que el banco central deba realizar una esterilización de la liquidez inyectada en el mercado hasta que los fondos puedan absorberse por otros canales. El costo de esta esterilización, directo o indirecto, se afrontaría con finanzas públicas de todos modos.

Apéndice VI. La formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo en la práctica: Un ejemplo

En este apéndice se ilustra la aplicación del marco de la EDMP en el contexto de dos casos de países diferentes.

País A

Estrategia de gestión de la deuda existente (paso 1)

99. Hasta principios de 2008, la estrategia implícita de gestión de la deuda del país A se había centrado casi exclusivamente en la reducción de los costos. Sin embargo, habiendo logrado el alivio de la deuda externa y reconociendo la importancia de desarrollar el mercado de deuda interno, las autoridades publicaron por primera vez un documento de estrategia de gestión de la deuda pública nacional en abril de 2008. El documento de estrategia establecía un nuevo curso para desarrollar el mercado de deuda interno; su objetivo era institucionalizar un análisis más profundo del equilibrio entre costos y riesgos de las nuevas opciones de endeudamiento de cara al futuro, manteniendo al mismo tiempo la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. El ejercicio de la EDMP se realizó a fin de ayudar a proporcionar un marco que sirviera para evaluar cualitativamente estas opciones, proporcionando estimaciones de costos y riesgos de las distintas alternativas de estrategias de gestión de la deuda.

Características de la cartera de deuda existente (paso 2)

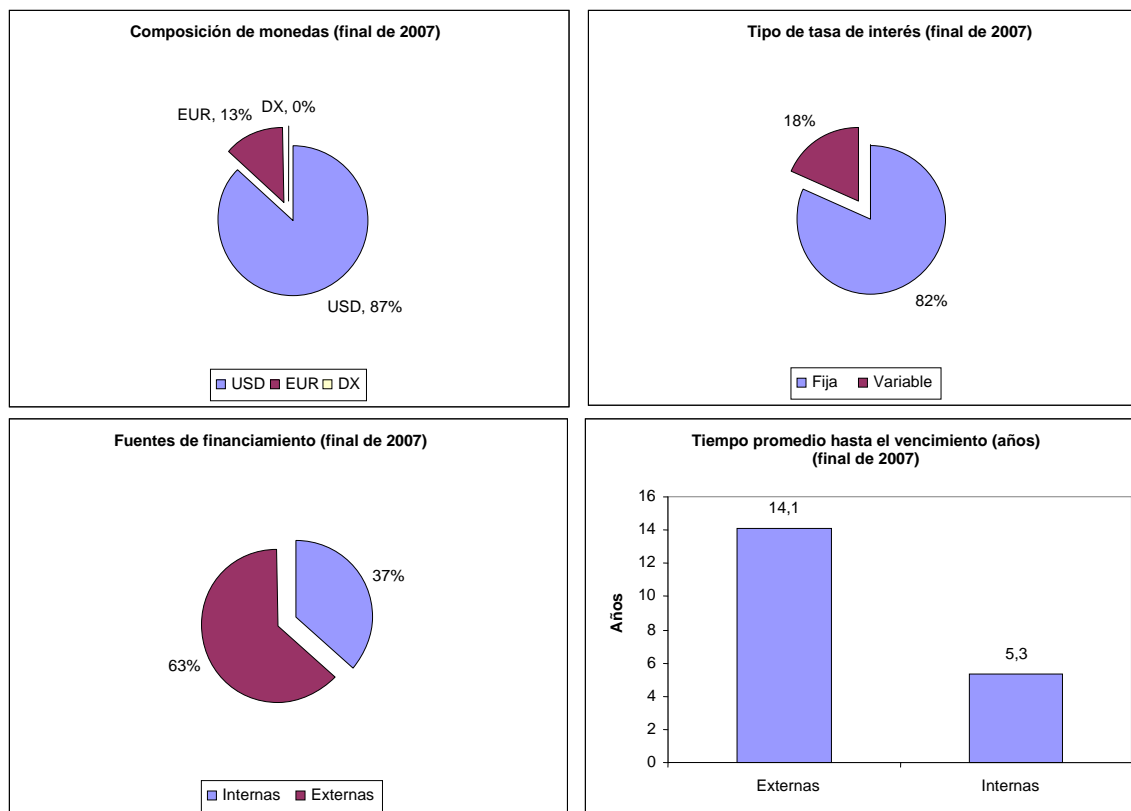
100. La cartera de deuda existente está compuesta por una porción externa (63%) y una porción interna (37%); sin embargo, toda la deuda interna está denominada en moneda extranjera. En general, el costo de la cartera es relativamente bajo. Prácticamente toda la deuda externa se contrajo en condiciones concesionarias, mientras que la presencia de inversionistas cautivos y la práctica de las colocaciones forzadas han mantenido el costo de la deuda interna por debajo de la verdadera tasa de mercado. Con respecto a las principales vulnerabilidades, el riesgo cambiario es el dominante, ya que no existe riesgo asociado a la moneda local. Los riesgos de refinanciamiento y de tasas de interés son moderados, ya que solo el 6% del total de la deuda vence dentro de los próximos cinco años, y más del 80% del total de la cartera tiene una tasa fija. Sería conveniente una reducción del riesgo cambiario, pero para ello se requeriría la aplicación de instrumentos de deuda en moneda local. De cara al futuro, es probable que la combinación de la estrategia establecida por las autoridades de desarrollar el mercado interno de deuda y su percepción de que disminuirá su acceso al financiamiento en condiciones concesionarias modifique el perfil de costos y riesgos de la cartera considerablemente.

Posibles fuentes de financiamiento (paso 3)

101. Por ser un país que solo puede recibir financiamiento de la AIF, el país A depende en gran medida de donaciones y financiamiento en condiciones concesionarias. No obstante, se prevé que, a medida que el país avance hacia la graduación de la AIF, las condiciones de este financiamiento serán menos flexibles. En el ámbito interno, una característica del mercado financiero del país es que más del 70% de los depósitos de las instituciones financieras y más

del 95% de las inversiones están denominados en moneda extranjera, lo que limita la demanda de activos en moneda local. La institución que gestiona las pensiones públicas es el inversionista institucional más importante en bonos del Gobierno, y absorbe entre el 60% y el 65% de todas las nuevas emisiones.

Gráfico 3. Características de la actual cartera de deuda: País A



Desafíos macroeconómicos y características estructurales actuales (pasos 4 y 5)

102. A pesar del sustancial alivio de la deuda y la reciente consolidación fiscal, el país se mantiene con un riesgo moderado de sobreendeudamiento, lo cual destaca la importancia de continuar conteniendo el costo de los intereses de la deuda. Un factor clave que influye en el riesgo de sobreendeudamiento es la vulnerabilidad del país a los movimientos en los tipos de cambio, especialmente debido a su dependencia de las exportaciones de productos básicos y las elevadas importaciones de petróleo. Debido a que los déficits en cuenta corriente se mantienen en niveles elevados y a la limitada disponibilidad de préstamos en condiciones concesionarias y la volatilidad de la ayuda, las autoridades a menudo se han visto en la necesidad de recurrir a la emisión interna o al endeudamiento en el exterior con fuentes no tradicionales para cubrir los requerimientos de gastos. Los fenómenos climáticos suelen influir en la posición fiscal y la balanza de pagos, y también pueden dar lugar a necesidades de financiamiento imprevistas. Sin embargo, el mercado financiero interno está muy dolarizado y es superficial (pocos inversionistas institucionales), por lo que su capacidad para amortiguar el impacto de estas alteraciones presupuestarias temporales es limitada. Además, el efecto del aumento de los precios del combustible y los alimentos presenta un desafío

adicional a la hora de contener los costos financieros internos, y ejerce presión sobre el tipo de cambio real. En general, esto indica una necesidad de obtener acceso a una amplia variedad de fuentes de financiamiento para ayudar a mitigar posibles casos de volatilidad relacionada con los gastos.

Evaluación de estrategias de deuda alternativas (paso 6)

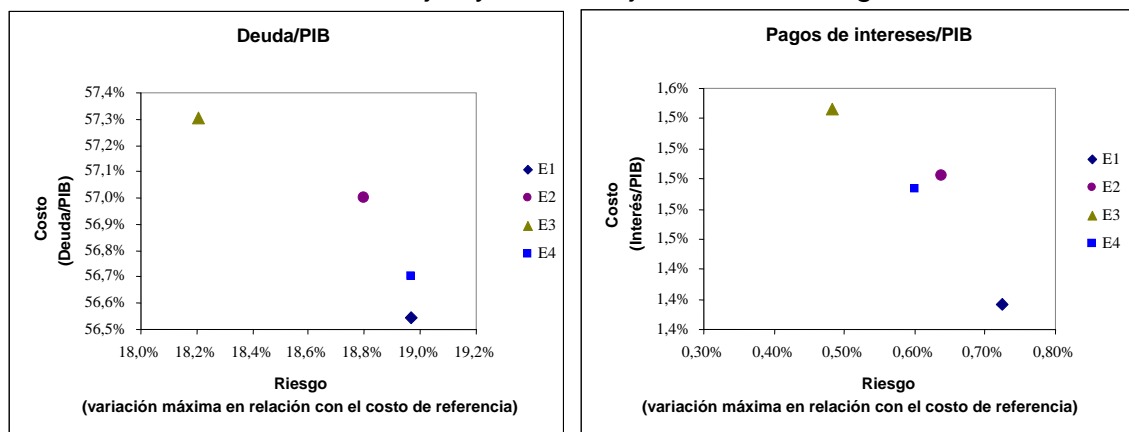
103. Teniendo en cuenta estos factores, se consideró el desempeño relativo a mediano plazo de cuatro estrategias alternativas de gestión de la deuda. Las estrategias evaluadas estaban basadas en deliberaciones mantenidas con las autoridades en relación con su objetivo de desarrollar el mercado de deuda interno y su perspectiva sobre las alternativas para garantizar financiamiento en condiciones concesionarias en el futuro. Este análisis se llevó a cabo a partir de un conjunto específico de proyecciones macroeconómicas y supuestos sobre fijación de precios. También se especificaron las características de varias hipótesis de riesgo que reflejaban algunas de las vulnerabilidades señaladas anteriormente. Estas son las cuatro estrategias consideradas:

- E1: Una estrategia sin cambios que (en general) cubre las necesidades de financiamiento con deuda externa en condiciones concesionarias, mientras continúa refinanciando una pequeña parte de la deuda interna no estandarizada con instrumentos estandarizados.
- E2: Una estrategia de desarrollo del mercado interno más activa que renueva una porción mayor de deuda no estandarizada utilizando instrumentos estandarizados, lo cual lleva a una menor necesidad de recurrir a deuda externa en condiciones concesionarias. Esta es la estrategia establecida por las autoridades para el futuro.
- E3: Una estrategia que tiene como objetivo abordar el riesgo cambiario de la cartera considerando la introducción de deuda estandarizada denominada en moneda local, al mismo ritmo que se emite la deuda interna de la E2.
- E4: Una estrategia que implica un cambio en la composición de la deuda externa debido a la disminución del grado de concesionalidad del financiamiento externo.

104. En el gráfico 4 se muestra el desempeño relativo de estas estrategias teniendo en cuenta dos indicadores: el pago de intereses al final del período en relación con el PIB y la deuda en relación con el PIB. El riesgo se define como el máximo aumento de estos dos indicadores en condiciones adversas⁵⁰.

⁵⁰ Estos se calculan utilizando la herramienta analítica que acompaña la nota de orientación.

Gráfico 4. Ventajas y desventajas de la estrategia: País A



105. Con un nivel de riesgo similar, la estrategia 1 es la menos costosa en comparación con las estrategias 2 y 4. Esta estrategia maximiza implícitamente el endeudamiento en condiciones concesionarias para ayudar a mantener la sostenibilidad de la deuda. Las estrategias 2 y 3 son hipótesis ilustrativas que remarcan el posible aumento de los costos asociados con el objetivo que establecieron las autoridades, es decir, fortalecer el mercado interno de deuda. Estas estrategias registran el efecto de utilizar fuentes internas de financiamiento en caso de que no se obtenga el monto total de financiamiento en condiciones concesionarias y las fuentes externas no concesionarias sean limitadas. Además, la estrategia 3 destaca el posible costo de reducir la exposición al riesgo cambiario en la cartera. El beneficio principal de presentar los costos y riesgos de cada estrategia en este contexto es que se destaca el costo estimado para el presupuesto público de poner en marcha una estrategia de desarrollo del mercado interno de deuda. A fin de contener estos costos y garantizar que los riesgos de sobreendeudamiento no aumenten excesivamente, esta estrategia de desarrollo del mercado debería estar respaldada por políticas macroeconómicas prudentes que ayuden a reducir los costos limitando las primas de riesgo crediticio y por inflación y creando suficiente margen presupuestario para cubrir estos costos. También debería ir acompañada de una estrategia clara para desarrollar la infraestructura de mercado, incluso adoptando un plan eficaz de comunicación, para garantizar que pueda aplicarse con éxito.

País B

Estrategia existente de gestión de la deuda (paso 1)

106. El país B aplicaba una estrategia formal de deuda que consistía en maximizar la deuda en condiciones concesionarias y lograr el objetivo secundario de desarrollar el mercado interno de deuda. No obstante, luego de garantizar el alivio de la deuda, y en vista de la magnitud de sus necesidades de inversión en infraestructura, estaba buscando activamente fuentes alternativas de financiamiento en condiciones cuasiconcesionarias y de mercado. Recientemente, el país había ingresado exitosamente en los mercados internacionales de capital.

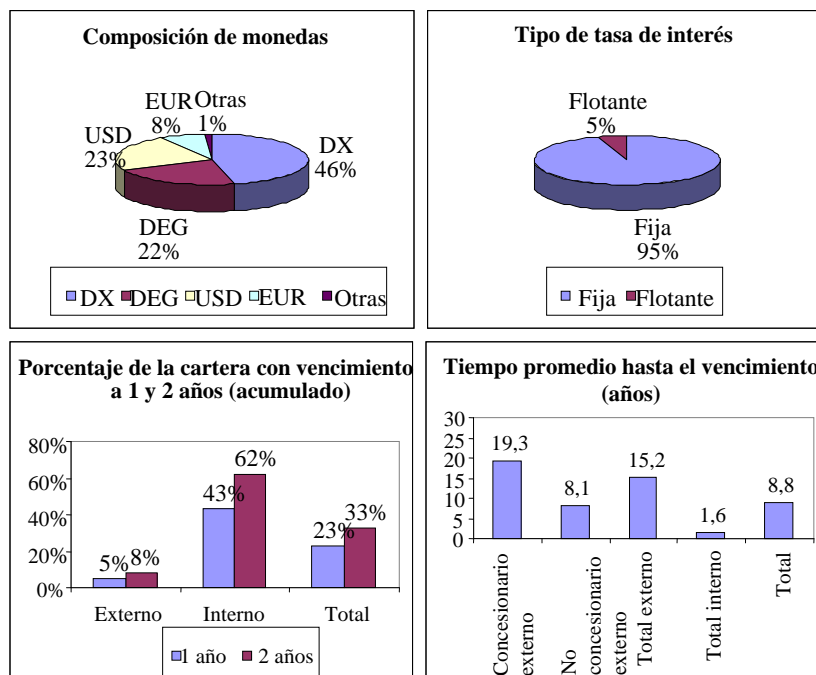
Características de la cartera de deuda existente y fuentes de financiamiento (pasos 2 y 3)

107. La actual cartera de deuda está compuesta por una relativa variedad de instrumentos: financiamiento en condiciones concesionarias de acreedores multilaterales, financiamiento en condiciones cuasiconcesionarias de acreedores bilaterales, préstamos comerciales externos, un Eurobono denominado en dólares estadounidenses, letras del Tesoro, notas del Tesoro a tasa flotante (emitidas con vencimientos a 2 y 3 años) y bonos del Tesoro a tasa fija (emitidos con vencimientos a 2, 3 y 5 años).

108. En términos generales, la cartera consta de un 46% de deuda interna y un 54% de deuda externa (gráfico 5), lo que señala una exposición relativamente importante a alteraciones del tipo de cambio. Aunque la mayor parte de la deuda es a tasa fija, el vencimiento promedio cercano de la deuda interna —casi toda la cartera vencerá en los próximos 2 años y el vencimiento promedio es de 1,6 años— indica que el riesgo de tasas de interés no debe pasarse por alto. La magnitud del riesgo de refinanciamiento en la cartera de deuda interna se acentúa más con la evaluación de las autoridades, según la cual el mercado está relativamente subdesarrollado y tiene poca capacidad para absorber cantidades considerables de deuda en una sola vez.

109. En síntesis, esto indica que las estrategias que llevan a una reducción del riesgo cambiario o de refinanciamiento serían convenientes. No obstante, será imprescindible contener los costos, dado que el déficit fiscal subyacente —es decir, sin contar las donaciones— equivale al 7% del PIB, por lo que el margen fiscal es extremadamente limitado.

Gráfico 5. Características de la actual cartera de deuda: País B



Factores macroeconómicos que inciden en la elección de la estrategia (pasos 4 y 5)

110. El gestor de la deuda ha examinado el ASD y ha analizado en términos generales los desafíos de política macroeconómica con las autoridades encargadas de las cuestiones fiscales, monetarias y cambiarias.

111. En general, la posición fiscal es relativamente débil y las expectativas a menudo resultaron demasiado optimistas; el país depende en cierta forma de la ayuda (las donaciones equivalen aproximadamente a entre un 3% y un 4% del PIB) y esto ha dado lugar a volatilidad en los ingresos y el consiguiente impacto en la aplicación de los planes de gastos presupuestados; el país también está expuesto a considerables alteraciones de la relación de intercambio y presenta un alto déficit en cuenta corriente, que se financia principalmente con flujos oficiales. No obstante, los ingresos han aumentado marcadamente en los últimos años y se prevé que continúen con esa tendencia; esto en sí aumenta las posibilidades de que el acceso a donaciones y financiamiento en condiciones concesionarias se vuelva más limitado en el futuro. Por el lado monetario, el país adoptó recientemente un régimen de control de la inflación, a un tipo de cambio flotante, y no tiene en cuenta una meta de tipo de cambio específica, o las necesidades conexas de la balanza de pagos, para la elección entre endeudamiento interno y externo. El mercado cambiario y los mercados monetarios son relativamente pequeños. La tasa de inflación se ubica varios puntos porcentuales por encima del objetivo del banco central y ha alcanzado nuevos picos recientemente como consecuencia de un considerable aumento del precio de los productos básicos importados (por ejemplo, el petróleo). Además, el régimen de cuenta de capital está relativamente liberalizado y los inversionistas no residentes pueden participar tanto en los mercados de capital como en los de ingreso fijo, lo cual podría agregar volatilidad a la cuenta de capital.

En resumen, los principales factores macroeconómicos estructurales que influirían en la dirección de la estrategia de gestión de la deuda se establecen en el cuadro 2.

Cuadro 2. Factores macroeconómicos estructurales y vínculo con la elección de la EDMP

Tipo de exposición	Variables macroeconómicas afectadas	Repercusiones en la elección de la EDMP
Volatilidad de la ayuda	Gasto del Gobierno, nivel de reservas internacionales	Crear una protección de efectivo y reservas; diversificar las fuentes de financiamiento
Relación de intercambio	Balanza de pagos, tipo de cambio	Sesgo hacia instrumentos monetarios internos para limitar la exposición a las variaciones del tipo de cambio
Credibilidad de la política monetaria	Tasas de interés	Considerar los instrumentos monetarios internos que están protegidos contra alteraciones por expectativas sobre inflación (por ejemplo, deuda a corto plazo, a tasa variable, vinculada a la inflación); sesgo hacia instrumentos denominados en divisas
Cuenta de capital	Nivel de reservas internacionales	Garantizar suficientes reservas para cubrir la posible magnitud de flujos salientes de no residentes; limitar el riesgo de renovación; diversificar las fuentes de financiamiento

Fiscal (por ejemplo, escasez de ingresos)	Déficit presupuestario, gasto público, crecimiento, tipo de cambio	Crear protección en efectivo; diversificar las fuentes de financiamiento; limitar el riesgo de renovación; limitar la exposición de la moneda
Mayores niveles de ingreso	Tipo de cambio, prima de crédito	Diversificar las fuentes de financiamiento; puede ser más limitado el acceso al financiamiento en condiciones concesionarias
Mercados poco desarrollados	Tipo de cambio, tasas de interés	Limitar el riesgo de renovación; diversificar las fuentes de financiamiento

112. En general, los riesgos macroeconómicos destacados, así como los que se identifican en la cartera de deuda existente, apuntan a la necesidad de mitigar los riesgos cambiario y de renovación, al tiempo que garantizan suficiente protección u otros mecanismos (como la diversificación de las fuentes de financiamiento) para mitigar el riesgo de escasez o volatilidad de los ingresos.

Evaluación de estrategias de deuda alternativas (paso 6)

113. Teniendo en cuenta estos factores, se consideró el desempeño relativo a largo plazo de cuatro estrategias alternativas de gestión de la deuda⁵¹. También se especificaron las características de varias hipótesis de riesgo.

114. En términos amplios, las cuatro estrategias que se consideran son las siguientes:

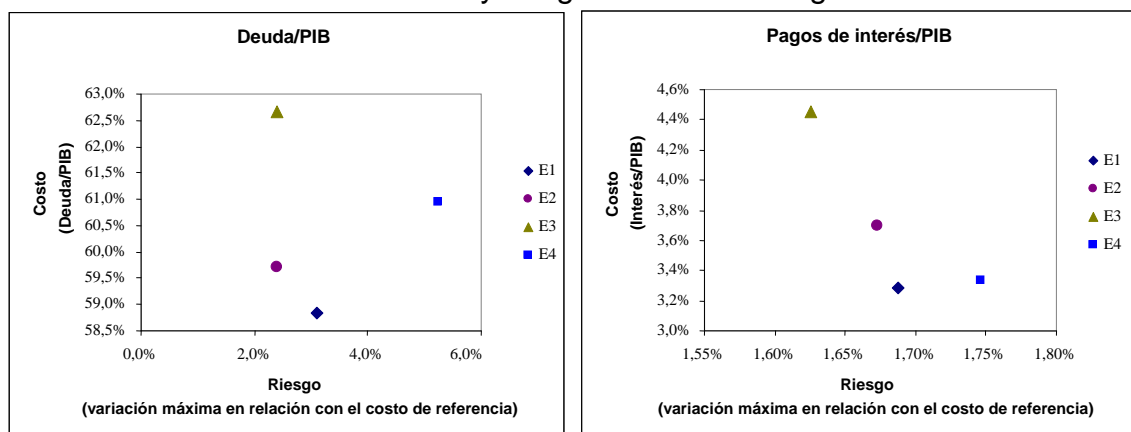
- E1: mantener la composición de la cartera existente;
- E2: aumentar la proporción de la deuda en moneda local, pero mantener la estructura de vencimientos actual;
- E3: aumentar la proporción de la deuda en moneda local, pero extender sus vencimientos;
- E4: aumentar la proporción de la deuda en moneda extranjera; aumentar la proporción de deuda comercial en moneda extranjera; extender los vencimientos de la deuda en moneda local.

115. La E3 y la E4 son coherentes con la diversificación de las fuentes de financiamiento y, por lo tanto, están en consonancia en términos generales con la asistencia para mitigar el riesgo de renovación; también podrían mitigar parte de la volatilidad de la ejecución presupuestaria asociada con incertidumbres al momento de desembolsar préstamos en condiciones concesionarias. La E2 y la E3 son coherentes con el objetivo general de reducir la exposición al riesgo cambiario de la deuda, pero el riesgo de renovación puede ser una preocupación, dado el acortamiento conexo de los plazos de vencimiento de la cartera.

116. En el gráfico 6 se ilustra el desempeño de estas estrategias a partir de dos indicadores de costos clave, y en el marco específico de supuestos macroeconómicos y de fijación de precios utilizados en el ejercicio.

⁵¹ Se utilizó en este caso la herramienta analítica que acompaña la nota de orientación.

Gráfico 6. Costos y riesgos de las estrategias: País B



117. Del gráfico 6 se desprende claramente que la E1 es la menos costosa de las cuatro estrategias, y que el riesgo es relativamente bajo. Esto indica que compete para ser la EDMP preferida. No obstante, si el ingreso aumenta según las previsiones, podría ser difícil lograr la cantidad implícita de financiamiento en condiciones concesionarias. La E2 y la E3 son de mayor costo debido a la escasa credibilidad de la política monetaria, por lo que la consiguiente prima de riesgo de inflación mantiene elevadas las tasas de interés internas; este es un factor importante dada la relativa debilidad de la posición fiscal. Además, el aumento implícito de la participación de los inversionistas no residentes en el mercado interno podría indicar que se necesita un aumento de la protección de reservas para mitigar el riesgo de renovación conexo. Al mismo tiempo, si en la E3 se exige a los bancos que asuman una proporción considerablemente mayor de deuda a más largo plazo, se requerirá un criterio adecuado para decidir si el desfase de vencimientos conexo podría contribuir significativamente al riesgo en el sector bancario. Por último, si bien la E4 tiene un costo relativamente bajo, especialmente en lo que respecta a los intereses, aumenta la exposición de la cartera al riesgo cambiario y, en consecuencia, constituye el caso de mayor riesgo.

118. En general, parece que la E1, que maximiza el aprovechamiento de la deuda en condiciones concesionarias, debería ser la estrategia preferida siempre que esté disponible. Con el tiempo, cuando el acceso a préstamos externos en condiciones concesionarias sea más limitado, y la política monetaria sea más creíble, podrían reevaluarse la E2 y la E3, especialmente si mejora la posición fiscal, siempre que haya margen para absorber el aumento de costos.

Apéndice VII. Modelo de documento publicado de estrategia de gestión de la deuda

119. En este apéndice se establecen los componentes habituales de un documento de estrategia de gestión de la deuda para determinar sus contenidos mínimos. En general, una publicación de este tipo debería tener una sección en la que se analicen los siguientes elementos:

Objetivos y alcance

- Descripción de los objetivos para el gestor de la deuda, el alcance de la EDMP y los tipos de riesgo que se gestionan en el marco de la estrategia.

Cartera de deuda existente

- Proporcionar el contexto histórico de la cartera de deuda, en el que se describan los cambios de tamaño (incluso en relación con el PIB) y composición a lo largo del tiempo. También se deberían incluir los cambios en las variables de mercado que correspondan, junto con comentarios de los acontecimientos significativos en la evolución de la deuda.

El entorno de gestión de la deuda de cara al futuro

- Describir el entorno de la gestión de la deuda en el futuro, incluidas las proyecciones fiscales y de deuda, supuestos sobre tipos de cambio y tasas de interés, y limitaciones en términos de elecciones de cartera, incluidas las relativas a acontecimientos del mercado y la aplicación de la política monetaria.

La EDMP

- Describir el análisis realizado para respaldar la estrategia de gestión de la deuda recomendada. Deberían aclararse los supuestos utilizados y las limitaciones del análisis.
- Establecer la estrategia recomendada y su justificación. Describir la composición de deuda deseada y los principales argumentos para tal decisión. Esto debería incluir una deliberación de los principales factores de riesgo que influyeron en la elección de la estrategia.
- Describir los avances que se deben lograr para alcanzar la composición deseada en el período de planificación (3 a 5 años). Especificar límites para los principales indicadores de riesgo de la cartera y el programa de financiamiento.
- En la estrategia documentada también se deberían describir medidas o proyectos específicos que se planean para gestionar riesgos no cuantificables y/o en favor del desarrollo del mercado de deuda, como en el caso de los planes para aplicar nuevos sistemas de registro de deuda o un marco de agentes de mercado.

- En la estrategia documentada también se debería delinear el proceso de examen periódico que se aplicará para comprobar si los principales supuestos se siguen aplicando y si la EDMP continúa siendo adecuada. En el documento también se hace hincapié en el proceso que se seguiría si las circunstancias cambiaran considerablemente y se alejaran de ese ciclo de revisión habitual.

Apéndice VIII. Preparación de un plan de empréstitos a corto plazo: Un ejemplo

120. A continuación se muestra un ejemplo de cómo se puede preparar un plan de empréstitos a corto plazo cuando existe una EDMP acordada.

121. Se determina que la EDMP acordada tiene como objetivo financiar un 60% (de las necesidades de efectivo del Gobierno) por intermedio de deuda en condiciones concesionarias, un 20% a través de financiamiento oficial en condiciones cuasiconcesionarias y un 20% mediante bonos nacionales a mediano plazo.

122. Se determina que, en este año en particular, el requisito de financiamiento total es de 100. De los 20 de financiamiento en condiciones cuasiconcesionarias requeridos por la estrategia, 5 ya se comprometieron de un banco de desarrollo para un proyecto específico, y existen otros 10 disponibles del BIRF, por lo que el gestor de la deuda debe identificar quién podría proporcionar los 5 finales. Así, mientras que el objetivo es lograr 20 a través de bonos a mediano plazo, el gestor de la deuda puede determinar que el mercado absorberá solo 5 en bonos a 5 años, de manera que los 15 restantes tendrán que provenir de bonos a 3 años (véase el cuadro 3).

123. En lo que respecta a traducir esos objetivos en un plan real de emisiones, suponiendo que el tamaño habitual de una subasta de bonos a 3 años es 2, el gestor de la deuda debe planificar entre 7 y 8 subastas a lo largo del año para cumplir la meta de financiamiento total. Por otra parte, si el tamaño máximo previsto de una subasta a 5 años es de 1,5, puede ser necesario planificar 3 ó 4 subastas de este tipo, con una meta general de entre 10 y 12 subastas. Posteriormente, el gestor de la deuda debe considerar si existen factores de temporada —como los típicos períodos de vacaciones— en que puede ser más difícil recurrir al mercado⁵². De ser posible, deben evitarse estos períodos. Por lo tanto, si los meses de agosto y diciembre habitualmente son épocas de poco movimiento en el mercado interno, es preferible pasarlos por alto; así quedarían 10 meses en el año para fijar una subasta. Por último, el gestor de la deuda debería tener en cuenta las necesidades del mercado y considerar si existe algún beneficio asociado a seguir un calendario fijo de subastas. De esta manera, las subastas a 3 años pueden realizarse, por lo general, durante la primera semana del mes, mientras que las de 5 años podrían tener más éxito al comienzo de un trimestre. Es importante destacar que, cuando los mercados no están muy desarrollados y el acceso al financiamiento a muy corto plazo es limitado o su utilización puede entrar en conflicto con el logro del objetivo de política monetaria, puede ser preferible un desembolso único inicial para cubrir todas las necesidades y evitar el racionamiento del efectivo.

⁵² La estacionalidad subyacente de los flujos de efectivo del Gobierno también debe tenerse en cuenta para determinar el ritmo de obtención de nuevos empréstitos.

Cuadro 3. Ejemplo de plan de empréstitos

Necesidades totales de empréstitos				100	
Estrategia	<i>Financiamiento externo</i>	Oficial, en condiciones concesionarias	AIF	60	
		<i>Subtotal de fin. oficial en condiciones concesionarias</i>			<i>60</i>
		Oficial, en condiciones no concesionarias	BAfD	5	
			BIRF	10	
			Acreedor bilateral	5	
	<i>Subtotal de fin. oficial en condiciones no concesionarias</i>			<i>20</i>	
	<i>Financiamiento interno</i>	De mercado	Bonos a 3 años	15	
			Bonos a 5 años	5	
		<i>Subtotal de fin. de mercado interno</i>			<i>20</i>
Calendario provisional de subastas					
Mes	Instrumento	Objetivo	Financiamiento o acumulado		
Enero	5 años	1,5	3,5		
Febrero	3 años	2	5,5		
Marzo	3 años	2	7,5		
Abril	5 años	1,5	9		
Mayo	3 años	2	11		
Junio	3 años	2	13		
Julio	5 años	2	15		
Agosto	<i>Solo si es necesario</i>		15		
Septiembre	3 años	2	17		
	3 años; 5 años solo si se necesita para alcanzar el financiamiento previsto como objetivo				
Octubre		1,5	18,5		
Noviembre	3 años	1,5	20		
Diciembre	<i>Solo si es necesario</i>		20		