



BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

Documento de Trabajo BCB-GOM/OL/05/2010

Del corto plazo al largo plazo: UN ESQUEMA PARA LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Lorena Rodrigo Vargas(*)

Diciembre de 2010

(*) Para contactarse con el autor puede dirigirse al correo electrónico: lrodrigo@cbgob.bo

El contenido del presente documento es de responsabilidad del autor y no compromete la opinión del Banco Central de Bolivia.

El presente documento puede ser descargado sin costo de la página web del Banco Central de Bolivia: www.bcb.gob.bo

Del corto plazo al largo plazo: UN ESQUEMA PARA LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Lorena Rodrigo Vargas

Diciembre de 2010

Resumen

En los últimos años, los efectos de las crisis de deuda, motivaron a organismos internacionales y a los países en general, a establecer directrices para una adecuada gestión de la deuda pública. El presente documento propone un esquema para evolucionar de la administración a la gestión de la deuda pública. Se reconoce los avances de Bolivia en materia de planificación, programación y transparencia del manejo de la deuda pública. Se analiza los aspectos que deben ser reforzados para consolidar el esquema de gestión. Entre ellos, se enfatiza en el desarrollo de un mercado eficiente para los valores públicos, se establecen directrices para construir un marco de gestión de riesgos adecuado y se proponen indicadores para realizar un análisis pertinente sobre la calidad de la deuda pública.

Clasificación JEL: E62, H6, H63,

Palabras Clave: Finanzas públicas, Presupuesto y Deuda, Gestión de la Deuda Pública

**Del corto plazo al largo plazo:
UN ESQUEMA PARA LA GESTIÓN DE
LA DEUDA PÚBLICA**

CONTENIDO

I. Introducción

II. Las Finanzas públicas y el origen de la deuda

III. Directrices para la gestión de deuda publica

**IV. De la administración a la gestión de la deuda pública: una propuesta para los
hacedores de política económica**

V. Avances en la gestión de la deuda pública de Bolivia

VI. Consolidando la gestión de la deuda pública: lo que se debe fortalecer

VII. Conclusiones y motivaciones futuras

VIII. Referencias Bibliógrafas

I. Introducción

El sector público recibe ingresos y los utiliza para cubrir gastos operativos, efectuar transferencias, cubrir el costo del servicio de la deuda e invertir en infraestructura pública. Estas operaciones se realizan para alcanzar objetivos macroeconómicos, de regulación, de defensa nacional y de política social.

Durante gran parte de la década de los años setenta, los gobiernos podían acudir a organismos multilaterales, a gobiernos de otros países y a bancos internacionales para obtener préstamos. Éstos se otorgaban con relativa facilidad y a tasas de interés bajas, pero variables. A principios de la década de los años ochenta, la situación se descontroló, existió un sobre-endeudamiento de los países y las tasas subieron, como producto del contexto inflacionario. Estos factores derivaron en la denominada “crisis de deuda externa”. La lección aprendida a partir de ésta fue que, *un endeudamiento mal estructurado en términos de vencimientos cortos, moneda externa, tasa de interés variable y pasivos contingentes no contemplados, induce y propaga las crisis económicas.*

Un manejo adecuado de la deuda pública, hace frente a las perturbaciones económicas y financieras, reduciendo la vulnerabilidad del país ante contextos externos adversos. El objetivo debe ser gestionar la deuda pública, orientando los esfuerzos en reducir los costos de largo plazo. Para esto, es primordial desarrollar un mercado de valores públicos eficiente, porque reduce los riesgos de refinanciamiento y de mercado asociados al saldo de la deuda pública.

El objetivo del presente documento es proponer un marco adecuado para el manejo de la deuda pública. En este sentido se propone un esquema para evolucionar desde una visión de corto plazo hacia una visión de largo plazo: *la gestión*. El cambio es relevante, porque busca establecer los mecanismos necesarios para que los recursos provenientes del financiamiento tengan un impacto de largo plazo sobre la economía, con la finalidad de aportar al desarrollo.

Luego de esta introducción, el documento se organiza a través de cinco temáticas. En la primera, se aborda las finanzas públicas y el origen de la deuda. En la segunda, se exponen las recomendaciones internacionales para el manejo de la deuda pública y se

analizan las experiencias de algunos países. En la tercera parte, se plantea un esquema para pasar de la administración a la gestión de la deuda. Se evalúan los avances emprendidos en Bolivia y se propone consolidar el proceso tomando en cuenta los factores que se deben fortalecer. Finalmente, se puntualiza las principales conclusiones y se plantean algunas motivaciones futuras.

II. Las Finanzas públicas y el origen de la deuda

El sector público es un agente económico, cuya finalidad es sustentar la vida en sociedad. Como todo agente, debe generar ingresos para cubrir sus gastos. Los gastos del sector público son primordiales, debido a que se derivan de las obligaciones con la sociedad. Entonces, si los gastos del sector público exceden sus ingresos, debe recurrir a endeudamiento. Cuando esto ocurre, se dice que el sector público presenta déficit fiscal, cuyo financiamiento puede provenir de fuentes externas a la economía (deuda externa) o de fuentes internas (deuda interna).

Para entender las finanzas públicas se plantea derivación de la siguiente ecuación:

$$G + R + (r_{BC} \cdot D_{BC} + A_{BC}) + (r \cdot D_P + A_P) + (E \cdot r^* \cdot D_X + A_X) + I_G = T + \dot{D}_{BC} + \dot{D}_P + \dot{D}_X$$

$$\rightarrow G + R + SD_{BC} + SD_P + SD_X + I_G = T + \dot{D}_{BC} + \dot{D}_P + \dot{D}_X$$

Por lo tanto;

$$\underbrace{G + R + SD_{Interna} + SD_X + I_G}_{\text{Usos / Gastos}} = \underbrace{T + \dot{D}_{Interna} + \dot{D}_X}_{\text{Fuentes / Ingresos}}$$

Donde:

G = Consumo de bienes y servicios del gobierno

R = Transferencias netas al sector privado

r_{BC}, r, r^* = Tasas de interés de la deuda pública con el banco central, el sector privado y el sector externo.

D_{BC}, D_P, D_X = Saldo de la deuda con el banco central, el sector privado y el sector externo.

A_{BC}, A_P, A_X = Amortización a capital de la deuda con el banco central, el sector privado y el sector externo.

E = Tipo de cambio.

$SD_{Interna}$ = Servicio de la deuda interna, incluye los pagos al banco central y al sector privado.

SD_X = Servicio de la deuda externa, considera el tipo de cambio y la tasa de interés externa.

I_G = Inversión Pública.

T = Ingresos del sector público.

$\dot{D}_{Interna}$ = Nuevo endeudamiento interno (variación neta de la deuda con el banco central o el sector privado).

\dot{D}_X = Nuevo endeudamiento externo (variación neta de la deuda con el exterior).

Los ingresos del sector público se componen básicamente por los ingresos corrientes, donde se detallan los ingresos por impuestos, regalías, tasas y otros derechos. Los otros ingresos, como los ingresos de capital, consideran los ingresos de operación, por venta de bienes y servicios de la administración pública, contribuciones a la seguridad social por parte de los empleadores, donaciones, transferencias, recursos propios de capital, venta de acciones y participaciones de capital y venta de títulos valores.

El gasto del sector público, debido a su asignación económica, puede clasificarse en gasto corriente y gasto de capital. En el gasto corriente se registran los pagos por concepto de salarios de funcionarios públicos, servicio de la deuda, transferencias y otros gastos corrientes. Debido a que el gasto por servicios personales representa una fracción importante del total, cuando los salarios se ajustan a la inflación la subida tiene un impacto relevante sobre el gasto total. El servicio de la deuda, tanto interna como externa, incluye los intereses, las comisiones y las amortizaciones a capital. Las transferencias incluyen el aporte del gobierno al sistema de seguridad social de corto y largo plazo, es decir, de salud y jubilación, donde generalmente resalta pensiones. Los otros gastos corrientes consideran los subsidios y la compra de productos y servicios como papelería, medicamentos, uniformes, entre otros.

El gasto de capital o inversión pública, es el gasto más importante del gobierno debido a que afecta directamente al producto y debe brindar las condiciones necesarias para el desarrollo del país. El gasto de capital se compone por la inversión fija en infraestructura, caminos, inversión directa en sectores estratégicos, inversión en empresas o instituciones del sector público, inversión en temas sociales y de seguridad física y planes de apoyo productivo y de vivienda. El gasto en educación, capacitación industrial, defensa e

investigación y desarrollo, podría ser considerado como inversión, pero usualmente se los clasifica como corrientes.

La relación de los ingresos con los gastos del gobierno determina el presupuesto del sector público. Los presupuestos equilibrados o balanceados, ingresos iguales al gasto, parecen ser prudentes pero no siempre resultan ser lo más beneficioso para la administración de la economía. Cuando existe déficit fiscal, gastos que superan los ingresos, se impulsa la demanda total y la producción a través de una inyección neta en el flujo circular de ingresos del país. Cuando se genera superávit fiscal, el ingreso es superior al gasto, se incrementa el ahorro público posibilitando acumulación de capital y se aumenta la disponibilidad de recursos futuros, para inyectarlos a la economía a través de una mayor inversión pública.

El equilibrio presupuestario del sector público puede analizarse a través de tres esquemas. El primero consiste en el Equilibrio General Publicado, que depende de las definiciones y prácticas contables del país. El segundo, las Necesidades de Financiamiento del Sector Público (NFSP), busca capturar el cambio de la posición neta deudora del sector público con respecto al nivel de los ingresos corrientes. Finalmente, el Ahorro Neto del Sector Público (ANSP), parte de las NFSP y se enfoca en el gasto productivo del gobierno. Las NFSP pueden ser entendidas mediante la siguiente ecuación.

$$NFSP = G + R + SD_{Interna} + SD_X + I_G - T = \dot{D}_{Interna} + \dot{D}_X$$

La ecuación reflejaría la presión que genera el sector público sobre las fuentes de financiamiento de toda la economía, principalmente al sistema financiero (deuda interna). Es decir, muestra la parte del ahorro del resto de los agentes económicos que es captada por el gobierno para financiar sus gastos, con la posibilidad de desplazar las necesidades de los agentes privados (*crowding out*). El ANSP puede expresarse de la siguiente forma.

$$NFSP = G + R + SD_{Interna} + SD_X + I_G - T = \dot{D}_{Interna} + \dot{D}_X$$

$$I_G = (T - (G + R + SD_{Interna} + SD_X)) + (\dot{D}_{Interna} + \dot{D}_X)$$

$$I_G = A_G + NFSP$$

El ahorro bruto del sector público está constituido por la diferencia entre los ingresos corrientes y gastos corrientes. La ecuación anterior se enfoca en el ahorro neto del gobierno, es decir, la inversión pública del mismo. El esquema del ANSP refleja el margen para la inversión productiva en la economía. En la medida que exista una reducción del ahorro del sector público se podría decir que el gobierno está financiando sus gastos corrientes sin una contrapartida de mayores ingresos presentes o futuros. En cambio, en la medida en que el gobierno incremente su ahorro, financiaría la inversión pública generando mayores ingresos futuros.

III. Directrices para la gestión de deuda pública

Las lecciones aprendidas por las crisis de deuda y la necesidad de hacer frente a las perturbaciones económicas y financieras que amenazan el normal desenvolvimiento de las economías, demandan establecer una adecuada gestión para la deuda pública. Organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y gran parte de los países a nivel mundial han demostrado su preocupación en esta temática.

A continuación, se sintetiza las recomendaciones para la gestión de la deuda pública basadas principalmente en el trabajo del FMI y BM (2002) y en la experiencia de algunos países a destacar. Las recomendaciones que se otorgan son a nivel general; su implementación debe considerar las condiciones específicas de cada economía.

III.1. Directrices generales

La cartera de la deuda pública es la cartera financiera más grande de un país. Una cartera de deuda grande y mal estructurada, hace que el gobierno sea más vulnerable a las perturbaciones económicas y financieras. Esto es un factor crucial en las crisis económicas. La gestión de la deuda pública consiste en establecer e implementar una estrategia adecuada para el manejo de la deuda con el objeto de obtener el monto de financiamiento fijado, establecer objetivos de costo y riesgo, satisfacer las metas de la deuda soberana y mantener un mercado de títulos públicos.

La administración pública deberá tratar de conseguir que tanto el nivel como la tasa de crecimiento de la deuda pública sean sostenibles y su servicio pueda atenderse en diversas circunstancias, al tiempo que se satisfacen los objetivos de costo y riesgo. Un nivel excesivo de endeudamiento que lleve a tasas de interés más elevadas puede influir negativamente sobre el producto real.¹ En este sentido, las recomendaciones para la gestión de deuda pública pueden ser abarcadas a través de seis temáticas. De forma esquemática el siguiente cuadro las detalla.

Directrices para la gestión de deuda pública	
Temática	Medidas que se recomiendan
<i>Objetivo de la gestión de deuda y coordinación de políticas</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Se debe definir clara y específicamente el objetivo de la gestión de la deuda. Se recomienda satisfacer las NFSP bajo un horizonte de mediano y largo plazo. La tolerancia a los costos y riesgos asociados deber ser especificada. - Debe definirse la orientación de la deuda, en especial, lo que involucra la inversión pública. - Los instrumentos de la política económica son interdependientes. Por ello, los objetivos de la gestión de deuda, de la política fiscal y de la política monetaria deben ser comprendidos y asumidos por los gestores de las mismas. - Para reducir el riesgo de conflictos de intereses, se recomienda que objetivos y responsabilidades de la gestión de deuda, estén separadas de las de la política monetaria. - Para evitar costos al sector público global,² se deben establecer mecanismos adecuados para el intercambio de información sobre las necesidades de liquidez, corrientes y futuras, del gobierno.³

¹ Véase por ejemplo: Alesina, et.al., Octubre 1992.

² Nota: el banco central forma parte del sector público.

³ Por ejemplo, la falta de coordinación entre el banco central y los administradores de deuda puede reflejarse en una situación cuando los administradores de la deuda realizan reembolsos en moneda extranjera, al mismo tiempo que el banco central necesita reservas en divisas.

<p><i>Transparencia y responsabilidad de la información y los resultados.</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - Se deben publicar los objetivos de la gestión de deuda, junto a los costos y riesgos asociados. - Las responsabilidades deben ser transparentadas. Se debe determinar y limitar las funciones, obligaciones y objetivos de las entidades involucradas en la gestión de deuda. - El público en general debe conocer y distinguir quien asesora la política de deuda, quien realiza las emisiones primarias de instrumentos públicos, quien organiza el mercado secundario, quien se encarga de los depósitos, del sistema de compensación y liquidación de las transacciones. - Se debe publicar todos los aspectos que conciernen a la gestión de la deuda. La actividad fiscal pasada, presente y prevista; la posición financiera; el saldo y la composición de la deuda y de los activos financieros; la estructura de la deuda por monedas, plazos y tasas de interés. - Para impulsar y mantener la credibilidad de los gestores de deuda, toda la información debe estar respaldada. Por ello se recomiendan que existan auditorías internas y externas de la gestión de deuda y de los resultados de las mismas.
<p><i>El marco institucional</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - Un marco institucional adecuado para la gestión de deuda contempla el marco legal y la organización de las operaciones internas. - El marco legal propicia la coordinación de las políticas fiscal y monetaria, en la medida que delimite los objetivos de cada una. - Debe articular los mandatos y las funciones de las entidades involucradas. Establecer la competencia para contraer deudas, emitir títulos, ofertar nuevos instrumentos, invertir y realizar toda transacción en nombre del sector público.

	<ul style="list-style-type: none"> - La gestión de operaciones internas, considera el riesgo de que el sector público sufra pérdidas por un inadecuado control operativo. - Se debe determinar mecanismos de vigilancia, control, elaboración y recuperación de información. - Se recomienda que el personal involucrado en la gestión de deuda, se sujete a un código de conducta que establezca procedimientos en situaciones donde exista conflictos de intereses entre la gestión de deuda y su perfil financiero.
<p style="text-align: center;"><i>La estrategia para la gestión de deuda y el contexto de su implementación</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - La estrategia para la gestión de deuda debe desarrollar un programa de pagos y de manejo del efectivo. Ello brindará la certeza del cumplimiento de las obligaciones financieras a largo plazo. - La estrategia para la gestión de deuda debe contemplar el contexto para su implementación. - El contexto es determinado por los riesgos inherentes a la estructura de la deuda pública, controlarlos y evaluarlos es el objetivo. - Se debe considerar todos riesgos que afectan al flujo de caja del sector público. Los riesgos vinculados con la deuda en moneda extranjera y a corto plazo merecen atención especial. - Al mitigar los riesgos, se debe tener en cuenta la modificación en los costos. Es necesario considerar la existencia de un “<i>trade off</i>” entre el costo y riesgo asociado a una determinada estructura de deuda.
<p style="text-align: center;"><i>Implementar una adecuada gestión de los riesgos</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - Se debe identificar y elegir una relación <i>costo – riesgo</i>, adecuada para la cartera de deuda pública, comprometiéndose a mantenerla. - Para evaluar el riesgo, se deben establecer metodologías para su medición y análisis. - Regularmente se deben realizar <i>pruebas de tensión</i>

	<p>sobre la cartera de deuda pública, basadas en perturbaciones económicas y financieras.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Se debe considerar todos los pasivos y activos del gobierno, principalmente los pasivos contingentes que conllevan un riesgo de costo latente. - Se debe considerar que una gestión activa de la cartera de deuda⁴, involucra riesgos y puede distorsionar el mercado.
<p><i>Desarrollo y mantenimiento del mercado de valores públicos</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - Un mercado de valores públicos eficiente es necesario para reducir el costo de mediano y largo plazo. - La diversificación de los instrumentos públicos, amplía la base de inversionistas, tanto internos como externos. - Las operaciones transparentes y previsible del sector público, fortalecen la demanda. - En el mercado primario, la emisión de instrumentos de deuda a través de mecanismos competitivos, como licitaciones y subastas, mejora la eficiencia del mercado. - Se debe establecer sistemas oportunos de liquidación y compensación de transacciones de valores públicos, para promover el mercado secundario.

Fuente: Elaboración propia, con base a FMI y BM (2002).

III.2. La experiencia de los grandes

Dentro de los países grandes mencionar el caso de Estados Unidos es relevante. En la gestión de la deuda su tesoro goza de varias ventajas con respecto a otros países. La emisión de deuda pública constituye un porcentaje pequeño del total de la emisión del mercado interno. Ello posibilita que los mercados financieros absorban fácilmente las NFSP. El alto grado de desarrollo de sus mercados privados, le permite financiarse siempre en moneda local. La sofisticación de sus mercados financieros internos, abre las

⁴ Algunos países implementan una gestión activa de la cartera de deuda, cuando buscan aprovechar información privilegiada sobre las expectativas de variación en las tasas de interés y los tipos de cambio.

puertas para que el gobierno recurra al sector privado y cumpla con toda la gama de funciones destinadas a incrementar la liquidez de sus títulos públicos. El nivel elevado de participación en subastas, facilita celebrar subastas de precio uniforme. El tamaño y la diversidad de su economía, es una garantía para los inversionistas de que la deuda se paga. La experiencia de este país evidencia que al aumentar el grado de desarrollo y la amplitud del mercado de títulos públicos, aumenta el número de participantes en el mismo, sugiriendo que las ventajas se complementan entre sí. Su contexto y nivel de desarrollo descritos, influyen en las técnicas que utiliza para la gestión de deuda pública. Por consiguiente, es posible que la gestión de su deuda que se detalla a continuación, no se puedan aplicar a otros países.

La gestión de la deuda está a cargo de la oficina de deuda pública (Bureau of Public Debt). La gestión de caja es administrada por la oficina del servicio de gestión financiera (Financial Management Service-FMS), ambas rinden cuentas al Tesoro. El objetivo de la gestión de deuda del Tesoro de los Estados Unidos es *lograr que el costo de financiamiento sea lo más bajo posible a lo largo del tiempo*. Para lograr esto, establece cinco estrategias. La primera, mantener la condición de los títulos públicos en “libres de riesgo”, a través de disciplina fiscal. La segunda busca mantener la coherencia y previsibilidad del programa de financiamiento, gracias a la publicación de un calendario fijo de subasta. La tercera estrategia es garantizar la liquidez del mercado, para promover su eficiencia y ampliar la gama de las transacciones financieras y así la demanda de sus títulos. La cuarta es proveer financiamiento en todos los tramos de la curva de rendimiento, para brindar una estructura de vencimientos equilibrada y a la vez reducir el riesgo de refinanciamiento. Adicionalmente con ello promueve la eficiencia de los mercados de capital. La quinta estrategia es mantener financiamiento unitario, es decir, que las operaciones de endeudamiento de todo el sector público se efectúan a través del Tesoro, para que se beneficien de las mismas tasas de interés.

Un segundo caso de interés, nace del estudio de la gestión de la deuda pública en el Reino Unido. Hasta abril de 1998, el Banco de Inglaterra era el agente financiero del gobierno en el mercado de deuda y efectivo. El traspaso de las funciones al tesoro contribuyó a eliminar la percepción de que la información privilegiada sobre la evolución futura de las tasas de interés beneficiaba al gobierno. Al establecer objetivos independientes para la política monetaria, la gestión de la deuda y la gestión de caja, se

redujo la incertidumbre en el mercado y las tasas de interés del financiamiento bajaron. Actualmente, la gestión de deuda en el Reino Unido prioriza *minimizar, a largo plazo, el costo de cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno, tomando en cuenta los riesgos y, al mismo tiempo, garantizando que la gestión de la deuda sea compatible con los objetivos de la política monetaria*. Este objetivo se logra con la aplicación de una política de emisión abierta, previsible y transparente, que fomenta un mercado líquido y eficiente de bonos. La tendencia de los instrumentos de deuda pública es hacia el largo plazo e importa mantener la reputación del tesoro, para reducir al mínimo los riesgos de refinanciamiento y de flujo de caja. En general, el tesoro prefiere seleccionar una cartera que lo proteja de la mayor cantidad posible de perturbaciones económicas, considerando todos los riesgos posibles. Cabe destacar que en los últimos años, la emisión de deuda denominada en moneda extranjera se utilizó para aumentar las reservas de divisas más que por motivos de financiamiento.

Dentro de los países denominados grandes, el último caso de estudio es el de Japón. El objetivo de su gestión de deuda pública es *asegurar un financiamiento fluido y estable para la gestión fiscal*. Para alcanzar su objetivo controlan los costos de mediano y largo plazo, buscando aliviar la carga tributaria de su misma sociedad. Su visión de un financiamiento fluido, evita que la emisión de bonos públicos genere distorsiones en el mercado. Esto se logra manteniendo niveles altos de transparencia, previsión y considerando las tendencias del mercado financiero. A su vez, procuran brindar estabilidad en la emisión de deuda relacionándola con el monto planificado en inversión pública. El desarrollo del mercado secundario se prioriza al momento de formular políticas de gestión de deuda. Como el mercado de bonos públicos brinda las tasas de interés libres de riesgo, se busca extenderlo como base del desarrollo para el mercado financiero. Los bonos públicos en Japón conforman gran parte del mercado nacional obligaciones, tanto en monto de emisión como en volumen de comercialización. En consecuencia, se orienta los esfuerzos a mejorar la liquidez y la eficiencia del mercado secundario. Ello aportaría a la competitividad en el mercado, posibilitando que la emisión de bonos públicos sea cada vez más fluida, estable y con un menor costo y riesgo asociado.

III.3. La experiencia de los vecinos

En la región destaca como caso de estudio Brasil. Su objetivo explícito para la gestión de deuda es *minimizar los costos a largo plazo, teniendo en cuenta el mantenimiento de niveles de riesgo razonables*. Como objetivo complementario busca *desarrollar su mercado interno de valores públicos*. Al gobierno le concierne establecer una reputación sólida frente a los acreedores, por ello respeta los contratos y evita un enfoque oportunista en relación con el mercado. En cuanto a la gestión de sus riesgos, prioriza el monitoreo de los riesgos de mercado y de refinanciamiento. Los resultados de su gestión se hacen explícitos en la extensión de sus plazos medios de vencimiento y en el suavizamiento de su perfil de rescate. La oficina de gestión de deuda brasileña se encuentra reemplazando valores con interés variable por valores con interés fijo. Empero, la demanda de bonos a largo plazo con interés fijo aún es limitada. La solución ante la situación de demanda acotada fue establecer una serie de medidas que desarrollen el mercado secundario. Entre ellas: mejorar la estructura de plazos, regularizar la emisión de sus instrumentos financieros y reducir los valores con interés variable.

El marco institucional de la gestión de deuda pública en el Brasil es sólido. Su aspecto legal se consolida sobre cuatro pilares. La Constitución de Brasil, establece límites para la deuda pública; la ley de responsabilidad fiscal, regula la política fiscal; la ley de directrices para el presupuesto y la ley de presupuesto anual, determinan límites específicos, inclusive para la sostenibilidad de la deuda. Cabe mencionar que a partir de 2002, no se permite al banco central emitir valores propios. La política monetaria se instrumentaliza a través de operaciones con valores del tesoro en el mercado secundario. Esto otorga una mayor transparencia entre la política fiscal y monetaria. Existe a la vez una relación estrecha entre el tesoro y el banco central. Se reúnen regularmente para compartir información sobre las necesidades actuales y futuras de liquidez del gobierno. Las decisiones de la forma de financiamiento las asume el tesoro, después del análisis de impacto potencial de las estrategias de deuda sobre las políticas monetaria y cambiaria, realizado junto con el banco central. El banco central proporciona los servicios de registro y subasta para la deuda del tesoro. En ciertas ocasiones el tesoro está obligado a emitir deuda directa a determinados acreedores. Brasil también destaca por su avance en el tema de transparencia. Los planes de endeudamiento se basan en proyecciones fiscales aprobadas por el parlamento. El tesoro publica su plan anual de endeudamiento

autorizado por el Ministerio de Hacienda. Adicionalmente, la gestión de la deuda se somete anualmente a una auditoría externa.

Un aporte valioso del caso de Brasil es la adopción del marco para el análisis y seguimiento de riesgos a través de la metodología de la gestión de activos y pasivos (GAP). Bajo ésta los riesgos inherentes a la estructura de la deuda se evalúan en función a las características de los activos asociados. En el balance del gobierno central se logra identificar los riesgos netos seleccionando los activos y pasivos financieros, incluidas las garantías, contragarantías y pasivos contingentes. Los resultados para Brasil indican que, al igual que en la mayoría de los países, se debe buscar una composición de deuda basada más en instrumentos con tasa de interés fija, e indexados a la tasa de inflación.

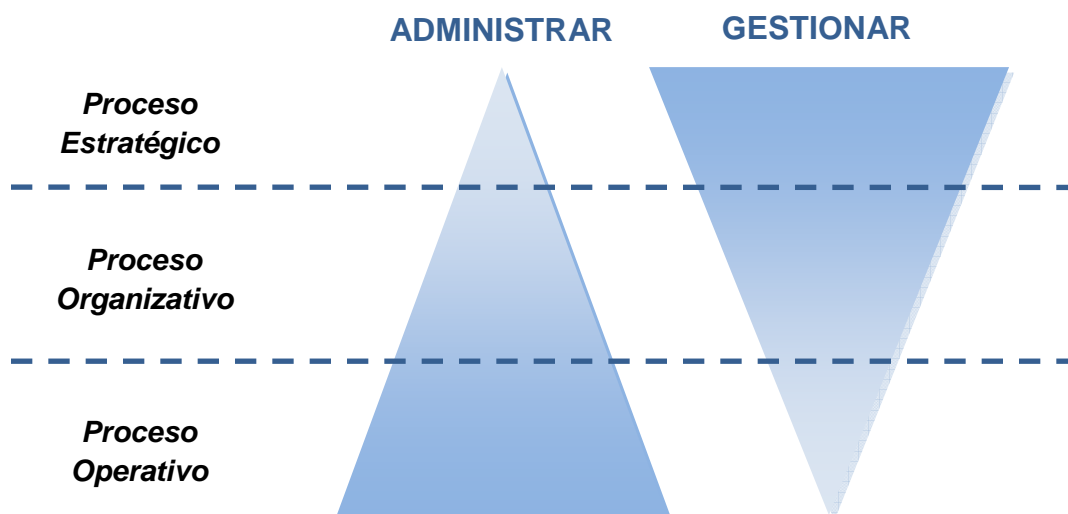
Como segundo caso de estudio en la región Colombia merece la atención. El principal objetivo de la gestión de su deuda es *asegurar la satisfacción de las necesidades de financiamiento, a un costo reducido, dentro de una óptica de largo plazo y una trayectoria sostenible, y con un nivel de riesgo prudencial*. El análisis del contexto de su deuda considera todos los riesgos de refinanciamiento, de mercado, de crédito, operativo y jurídico. La gestión de la deuda abarca la deuda interna y la externa. Además de la provisión de fondos, se establece la gestión de la deuda pendiente de pago y de los costos de los pasivos contingentes.

La Constitución de 1991 establece que el Banco de la República de Colombia es el agente independiente encargado de la política monetaria y cambiaria, en tanto que el Ministerio de Hacienda se encarga de la política fiscal. La institución responsable de la gestión de la deuda, la Dirección General de Crédito Público, forma parte del ministerio. Esta entidad adoptó una nueva estructura interna, considerando las recomendaciones del BM. Actualmente está constituida por la oficina de provisión de fondos locales y externos, por la oficina de análisis de riesgos y estrategias para cartera y por la oficina de control de aspectos operativos. El Banco de la República y el Ministro de Hacienda se reúnen periódicamente para coordinar la política económica en general. La gestión de la deuda pública interna exige una coordinación adicional entre las autoridades fiscales y monetarias, debido a que el Banco de la República es responsable de las actividades de liquidación y compensación del mercado de deuda interna.

IV. De la administración a la gestión de la deuda pública: una propuesta para los hacedores de política económica

Administrar no es lo mismo que gestionar. Gestionar implica administrar con una visión estratégica. Ambos conceptos son dinámicos, definen procesos en un determinado tiempo. Se diferencian por la manera en la cual determinan los procesos, la dirección a la que los orientan, el horizonte en que los aplican y los resultados que desean obtener. El siguiente grafico esquematiza los conceptos.

Gráfico 1: DIFERENCIA ENTRE ADMINISTRAR Y GESTIONAR



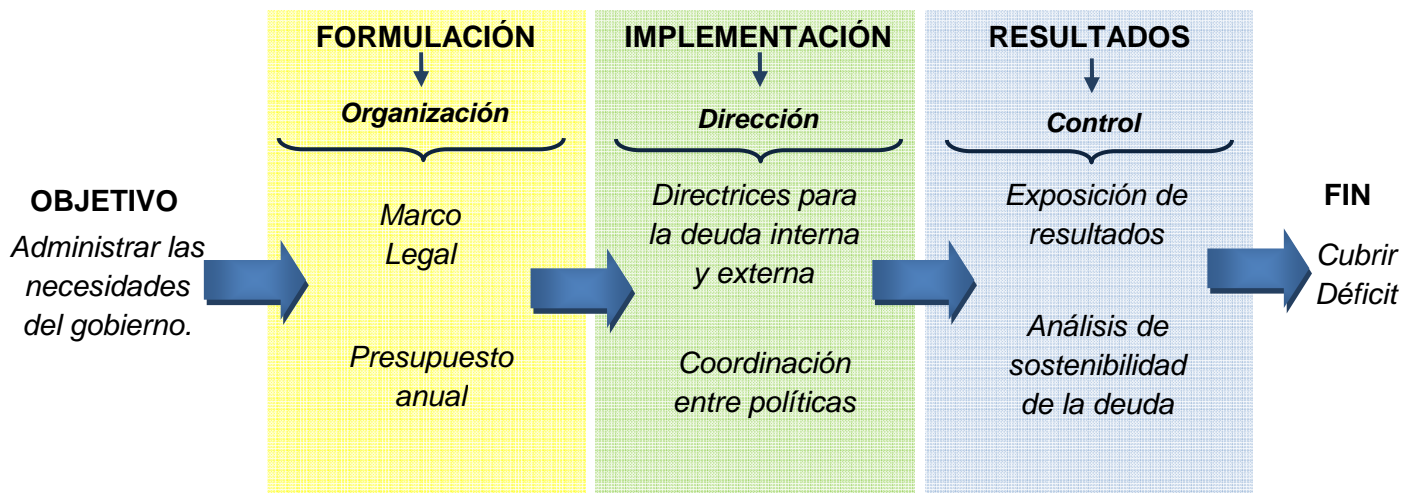
Fuente: elaboración propia.

Tanto administrar como gestionar, involucra tres procesos: el *estratégico*, el *organizativo* y el *operativo*. Cuando se administra se da menos énfasis en el proceso estratégico y se prioriza la dirección y el control del proceso operativo. De forma opuesta, gestionar enfatiza la determinación de objetivos y la planificación que conlleva el proceso estratégico. Esto es posible porque la gestión se basa en un horizonte más amplio, donde los resultados a largo plazo son lo importante. La gestión logra unificar los esfuerzos del proceso organizativo, materializándolos en un objetivo concreto para el proceso operativo. En este sentido la gestión genera ganancias de eficiencia, brinda lineamientos específicos para las tareas de organización y operación, facilitando su realización.

La deuda pública de un país puede ser administrada o gestionada. En ambos casos existe un objetivo que conlleva a un fin a través del enfoque de **formulación, implementación y resultados** que se plantee.

Bajo el objetivo de administrar las necesidades financieras del gobierno, la formulación tiene un enfoque organizativo (Gráfico 2). Éste se basa en el marco legal y el presupuesto anual del sector público. La condición anual del presupuesto otorga una visión de corto plazo a la administración de la deuda pública. La implementación de las medidas se basa en la dirección. Directrices para la deuda interna y externa son establecidas. La coordinación entre las políticas monetaria y fiscal se aborda durante este proceso. La evaluación de los resultados se enfoca en el control. Los cambios en la evolución de la deuda son expuestos y se realiza el análisis de sostenibilidad de la deuda. En la administración de la deuda pública las etapas de formulación, implementación y resultados son planteadas de forma independiente. Su orientación en el corto plazo, en tendencia podría llevar a cubrir el déficit del sector público y posiblemente generaría más en el largo plazo.

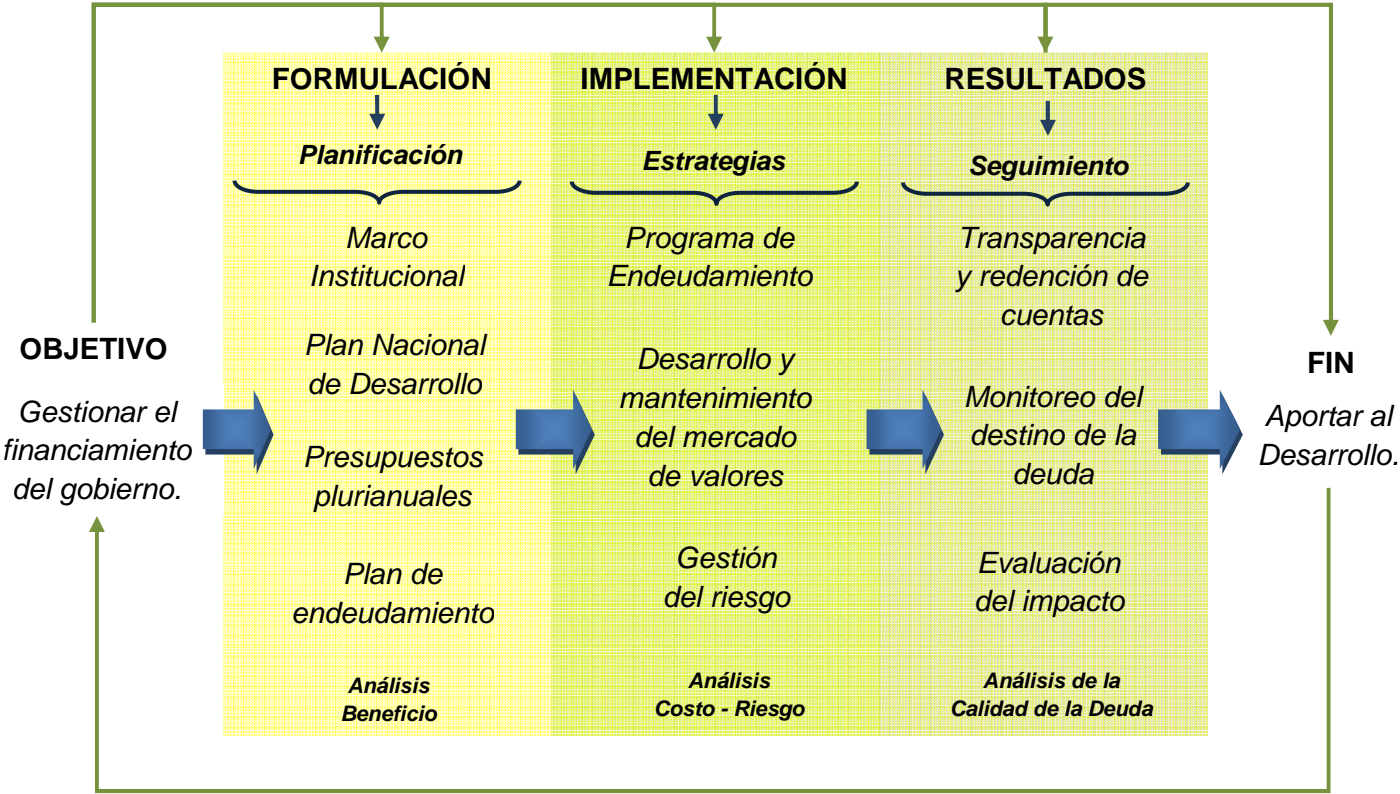
Gráfico 2: LA ADMINISTRACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, el esquema que se propone a continuación para la gestión de la deuda pública, toma en cuenta el enfoque del ANSP explicado en la primera sección del documento. La idea es que el gobierno aumente su ahorro neto y genere inversión productiva. El objetivo es gestionar el financiamiento del gobierno, como medio a través del cual se aporte al desarrollo del país (Gráfico 3). En la gestión de la deuda pública las etapas de formulación, implementación y resultados se interrelacionan y son orientadas a aportar al fin señalado.

Gráfico 3: LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



Fuente: elaboración propia.

La formulación implica planificar. Se establece en un marco institucional, que va más allá del marco legal, considerando esencial la coordinación de las políticas monetaria y fiscal para alcanzar los resultados deseados. El Plan Nacional de Desarrollo (PND) brinda la

dirección hacia la cual deben ir los esfuerzos. Es posible realizar presupuestos plurianuales, estableciendo esa visión de largo plazo. Considerando estas directrices se debe elaborar un Plan de Endeudamiento (PE). Para este plan es importante realizar un *análisis beneficio* que brinde prioridades al uso del financiamiento, en función al Plan de Inversión contemplado por el PND.

La etapa de implementación es estratégica, establece lo que se debe hacer en el presente para alcanzar el fin de largo plazo. Del PE surgen Programas de Endeudamiento (PE) para la gestión, tanto de deuda interna como de deuda externa. Se toman acciones para el desarrollo y mantenimiento de un mercado eficiente de valores públicos, donde la liquidez y la competencia tienden a reducir los costos del financiamiento. El marco para la gestión de riesgos es fundamental en la implementación estratégica. A través de un adecuado *análisis costo – riesgo*, se mide y evalúa la exposición real a las perturbaciones económicas y financieras.

El control evoluciona en seguimiento, lo cual involucra un control con evaluación. Los resultados y toda su información relacionada, deben ser presentados de forma transparente. La información auditada fortalece este objetivo. Adicionalmente, la rendición de cuentas refleja el compromiso del gobierno de direccionar sus acciones para aportar al desarrollo. El monitoreo del destino de la deuda evalúa la forma en que se emplea el financiamiento y si se mantiene el objetivo por el cual fue contratado. Estimar el impacto del financiamiento es un proceso paralelo. El análisis de sostenibilidad de la deuda se integra a un análisis más profundo de calidad de la deuda, donde se relaciona beneficio, costo y riesgo.

La gestión de la deuda pública fortalece su visión de largo plazo, validando la retroalimentación entre su objetivo y el fin. Al aportar al desarrollo, en tendencia se habría cubierto los déficits, generando superávits que permiten negociar nuevos financiamientos. Nuevamente, se generaría la posibilidad para que el sector público aporte al desarrollo.

V. Avances en la gestión de la deuda pública en Bolivia

En los últimos años, la deuda pública de Bolivia mostró mejoras en su estructura.⁵ El motivo son los avances del país en materia de gestión pública. En la etapa de *formulación* se avanzó de forma considerable. En la *implementación*, la programación de la deuda es una meta cumplida. Para los *resultados*, la redención de cuentas favorece el avance. A continuación se profundizan y describen los avances.

V.1. Formulación

A inicios de la década, las decisiones de endeudamiento de Bolivia respondían a cubrir los costos de la reforma de pensiones y la deuda histórica con el Banco Central de Bolivia (BCB).⁶ A partir de la segunda mitad de la década, se reorientó la política fiscal y, con ella, la política de endeudamiento del sector público. Se busca obtener deuda de mejor calidad, a bajas tasas de interés, con mayores plazos y en moneda nacional⁷, para reducir los riesgos asociados a estructuras inadecuadas. Se priorizó como destino del financiamiento la inversión pública, conforme a las estrategias nacionales de desarrollo.

El marco institucional para la gestión de deuda pública de Bolivia se encuentra claramente definido desde el punto legal. En Octubre de 2007 se conformó el Consejo Interministerial de Deuda Pública (COIDEP).⁸ La principal función del COIDEP es *coordinar, formular y establecer la Política de Endeudamiento Nacional y Subnacional, interna y externa para cubrir el financiamiento del desarrollo nacional, en el marco de la sostenibilidad fiscal y de los lineamientos del Programa Monetario y Financiero* del país. El COIDEP debe definir los límites de endeudamiento, revisar y coordinar la implementación de la política de endeudamiento y elaborar el análisis anual de sostenibilidad de la deuda.

⁵ Para profundizar este tema puede consultarse la Memoria Fiscal (2009). Las mejoras en el plazo, moneda y tasas de la deuda pública interna se evalúan en la Memoria Institucional 2009 del BCB, en el reporte de Moneda y Mercado Anual (2009) y en el Informe Semestral a junio de 2010 de las Operaciones de Mercado Abierto. La reducción del saldo y las mejoras en los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública externa se exponen en el Reporte de Balanza de Pagos a junio de 2010, en el Informe de la deuda externa pública de mediano y largo plazo de junio de 2010 y en el Boletín Informativo N° 166 de la gestión 2008.

⁶ Decreto Supremo N° 23380, diciembre de 1992.

⁷ Se encuentra pendiente la emisión de deuda externa en moneda nacional. Es un aspecto que se desea alcanzar pero que depende de la consolidación de otros factores.

⁸ Decreto Supremo N° 29297.

El COIDEP debe reunirse de forma semestral. Lo encabeza la autoridad del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) con el apoyo de los ejecutivos del Ministerio de Planificación del Desarrollo (MPD), Ministerio de Relaciones Exteriores, Viceministerio de Descentralización, Viceministerio de inversión Pública y Financiamiento Externo, Viceministerio del Tesoro y Crédito Público (VTCP) y el presidente del BCB.

El VTCP es la secretaría técnica permanente del COIDEP. Es quien deberá elaborar y proponer el Plan Nacional de Endeudamiento y el Programa Anual de Endeudamiento. Revisar la implementación de las estrategias de endeudamiento. Monitorear los indicadores de deuda y elaborar el análisis de sostenibilidad. Evaluar el efecto de nuevos financiamientos, para proponer límites y capacidad de endeudamiento en los distintos niveles del gobierno.

A partir de 2008 se iniciaron las reuniones del COIDEP. En septiembre de 2009, el MEFP y el BCB realizaron un análisis conjunto de la sostenibilidad de la deuda. Aplicando proyecciones macroeconómicas, los resultados reflejaron trayectorias sostenibles. Con base a ello, en febrero de 2010 el COIDEP aprobó los *Lineamientos de Estrategias de Endeudamiento Público*. Se establece que el objetivo de la deuda, tanto externa como interna, debe estar orientado al desarrollo de la base productiva industrial del Estado Plurinacional de Bolivia y a coadyuvar la implementación de programas de erradicación de extrema pobreza, acceso universal a servicios básicos e inclusión.⁹

El COIDEP establece como lineamientos generales para la deuda pública considerar la capacidad de endeudamiento del país. Se debe mantener la sostenibilidad macroeconómica, a través del manejo responsable de la deuda. Se contratará deuda en el marco de lo que establece el Plan de Desarrollo Económico y Social y el Plan de Gobierno. Preferentemente se optará por fuentes externas de financiamiento, para evitar un posible efecto desplazamiento de la inversión privada. Diversificar las fuentes de financiamiento accediendo a los mercados financieros internacionales. Profundizar el uso de la moneda nacional y el alargamiento de plazos para mantener la estructura de deuda pública con calidad. Impulsar la coordinación entre las entidades responsables de la deuda pública (VTCP) y las encargadas de la planificación del desarrollo económico y social (MPD). Fortalecer el control de la deuda pública, el planeamiento estratégico de

⁹ Lineamientos de estrategias de endeudamiento público, MEFP.

largo plazo y la negociación de corto plazo. Realizar el seguimiento del uso oportuno y eficaz de los recursos por financiamiento.

Los nuevos lineamientos para la gestión de deuda pública se establecieron con una coordinación adecuada entre las autoridades fiscales (MEFP y MPD) y la autoridad monetaria (BCB). Para responder a los lineamientos planteados, la coordinación de la política fiscal y la política monetaria deberá ser un tema transversal para consolidar la gestión de la deuda pública en Bolivia.

V.2. Implementación

En los últimos años, al avanzar con la planificación de la deuda, se comenzó a implementar programas de endeudamiento específicos para la deuda pública interna y externa en Bolivia. Los programas de Endeudamiento se basaron en la aprobación del presupuesto anual del sector público. Para la gestión 2011, en el marco de la Política Fiscal, el presupuesto del sector público se rige por lineamientos que buscan garantizar la estabilidad y sostenibilidad macroeconómica, fortalecer las empresas públicas estratégicas, potenciar el aparato productivo, generar políticas de empleo y asegurar recursos para la implementación de políticas sociales.

Avances en los sistemas informáticos favorecieron el registro adecuado de la deuda, tanto externa como interna. El MEFP fortaleció el Sistema Integrado de Gestión y Modernización Administrativa (SIGMA) creando una interface con el Sistema de Información para la Gestión y Administración de la Deuda Externa (SIGADE) que permite registrar la información de la deuda directamente en el SIGMA. Los registros de deuda interna y externa del MEFP son completos y se actualizan de manera semanal. El MEFP tiene un panorama global del endeudamiento público, incluyendo las garantías y los pasivos contingentes.

V.3. Resultados

La gestión de deuda pública está muy avanzada en el tema de transparencia. El MEFP publica en su página web la información general de la deuda pública interna y externa de Bolivia. Adicionalmente, con carácter anual emite un reporte oficial de la evolución de

todas las variables relevantes en la implementación de la política fiscal (Memoria Fiscal). El BCB, encargado del registro de la deuda externa y de llevar a cabo las subastas de títulos públicos por parte del Tesoro General de la Nación (TGN), publica en su página institucional la misma información, tanto de la deuda externa como de deuda interna con el sector privado (resultados de subasta títulos C, TGN).

En el marco del control social a la gestión pública, el MEFP y el BCB cumplen regularmente con el mandato de la redención de cuentas. Brindan a los actores sociales informes de la situación actual de la deuda pública y las proyecciones de su desempeño futuro. La Asamblea Legislativa Plurinacional aprueba las leyes en materia presupuestaria, endeudamiento, control y fiscalización de recursos estatales de crédito público, con base a los informes presentados por el MEFP.

VI. Consolidando la gestión de la deuda pública: lo que se debe fortalecer

Se ha reconocido que Bolivia se encuentra en un proceso de transición de la administración a la gestión de la deuda pública. Los avances fueron expuestos, pero es necesario abordar lo que resta aún por hacer para consolidar este proceso estratégico.

VI.1. Formulación

Los lineamientos generales y las bases para la planificación estratégica de la deuda pública se consensuaron a inicios de 2010. Para que éstos aterricen en un plano efectivo de aplicación es necesario que se puedan elaborar presupuestos plurianuales. Los presupuestos plurianuales extienden su visión hacia el mediano y largo plazo. Se establecen con el objetivo de evitar crecimientos innecesarios de las cuentas fiscales. Incentivan la disciplina fiscal porque posibilitan una programación adecuada de los recursos, gastos y financiamiento del sector público, brindando señales de certidumbre al resto de los agentes económicos. Al planificar la estabilidad presupuestaria, las cuentas públicas priorizan programas y proyectos relevantes para la economía. En Bolivia, los presupuestos plurianuales partirían de las directrices del Plan Nacional de Desarrollo.

En la planificación de la deuda, un factor importante que debe completarse en Bolivia es la elaboración del Plan de Endeudamiento. Éste está considerado en los lineamientos

generales aprobados por el COIDEP, pero es necesario que sea plasmado en un *documento público* para su implementación y control efectivos.¹⁰ Por lo general, el Plan de Endeudamiento sería un resultado de la elaboración de los presupuestos plurianuales. Se basaría en el ahorro neto o las necesidades de financiamiento resultantes de los mismos. El Plan de Endeudamiento establecería las directrices para la deuda interna y externa. Determinaría los rangos específicos o límites de los indicadores de seguimiento. Especificaría el destino de la deuda y la forma adecuada para su implementación. En Bolivia, las prioridades de financiamiento y destino de la deuda se obtendrían del Programa de Inversión 2010 – 2015 planteado por el MEFP.

VI.2. Implementación

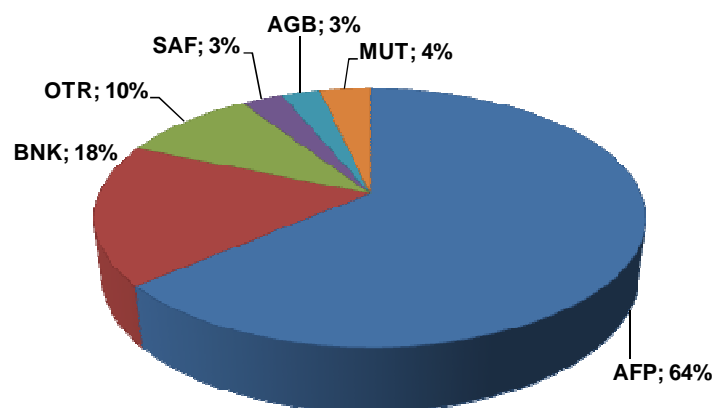
En la etapa de implementación de la gestión de deuda pública, debe reforzarse dos aspectos claves. El desarrollo y mantenimiento de un mercado de valores públicos eficiente, un tema también mencionado por los lineamientos del COIDEP, pero que no presenta una estrategia para su realización. El segundo tema en el que se debe trabajar es la creación de un marco adecuado para la gestión de riesgos.

VI.2.i. Desarrollo del mercado de valores públicos

El principal acreedor de la deuda pública interna de Bolivia, son las administradoras de fondos de pensiones. Además de ser las beneficiarias directas de los bonos de emisión para cubrir los costos de la reforma de pensiones de 1997, actualmente poseen el 64% del saldo de bonos emitidos por el mecanismo de subasta competitiva de valores del tesoro. En cuanto a la deuda externa, en el saldo actual se destaca la deuda con organismos multilaterales. La Comunidad Andina de Fomento (CAF) representa el 52%. Por el lado de la deuda bilateral, la República Bolivariana de Venezuela tiene una participación del 50%. Los datos reflejan que tanto en la deuda interna como en la externa, la demanda reflejaría un riesgo de concentración: *pocos acreedores en el mercado no compiten para alcanzar la eficiencia en términos del costo o precio de la deuda*. Éste debe mitigarse a través del desarrollo del mercado de valores de deuda pública y de la demanda de inversionistas por títulos del tesoro (Gráficos 4 y 5).

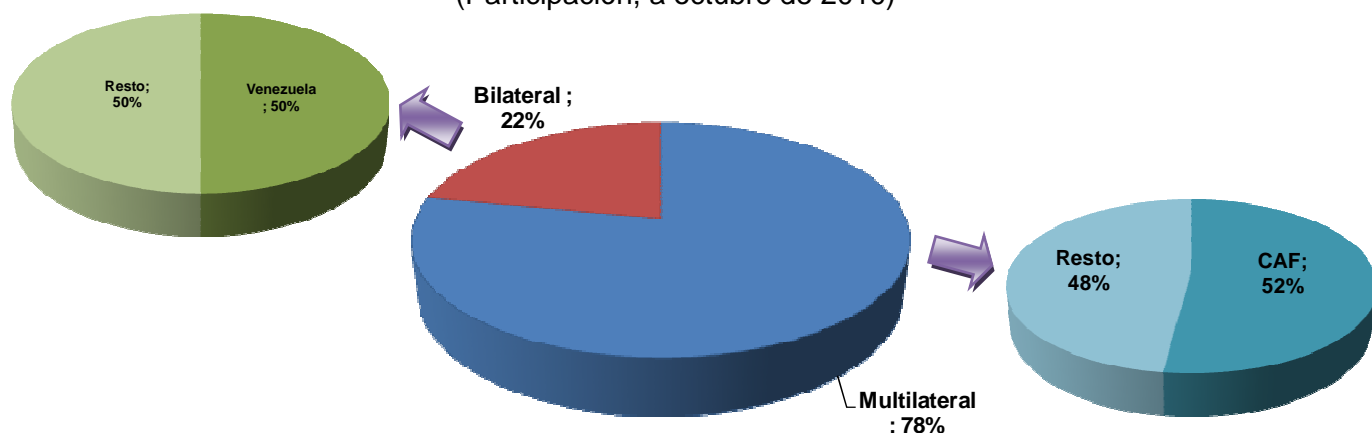
¹⁰ Al publicar esta información se generarían beneficios para el cumplimiento de las políticas de deuda, ya que se direccionan las expectativas del mercado. La información completa, promueve un mercado más eficiente.

Grafico 4: COLOCACIONES NETAS POR COMPRADOR, VALORES TGN
(Participación, a noviembre de 2010)



Fuente: BCB - SOMA, Elaboración propia.

Grafico 5: SALDO DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA DE BOLIVIA
(Participación, a octubre de 2010)



Fuente: BCB - SOMA, Elaboración propia.

El beneficio de la recaudación de fondos públicos en el mercado primario a través de mecanismos transparentes, es la ampliación de la base de inversionistas y el consecuente incremento de la demanda de títulos públicos. Anunciar previamente el calendario anual de las subastas del tesoro aporta a este objetivo. Al reducir el grado de incertidumbre en se propiciaría el endeudamiento a costos bajos. La eliminación de requisitos, como montos mínimos a inversionistas nacionales y restricción a inversionistas extranjeros, también amplía la gama de inversionistas. Ello provocaría mayor desarrollo y liquidez en el mercado de valores públicos. Una cantidad limitada de valores de referencia, minimiza la fragmentación del saldo de la deuda y facilita su refinanciación. Mantener un programa

activo con los inversionistas, es importante para tratar las necesidades de financiamiento del gobierno y lo que el mercado espera y puede dar. Un sistema de pagos sólido para la compensación y liquidación, impulsa el desarrollo del mercado secundario de valores.

En síntesis, las recomendaciones para desarrollar y mantener un mercado de valores públicos eficiente, involucran la regulación del mercado de valores y la creación de un marco legal adecuado que promueva la demanda de títulos públicos y otorgue condiciones flexibles para la oferta. El régimen regulatorio del mercado de valores respalda la emisión y negociación de valores. Fortalecer la demanda de valores públicos, eliminando distorsiones regulatorias que inhiben el desarrollo de los inversionistas institucionales. La planificación de la oferta de valores públicos debe basarse en las proyecciones de las necesidades de liquidez del sector público.

VI.2.ii. La gestión del riesgo

Gestionar la deuda pública involucra considerar los riesgos asociados a la estructura de la deuda. Establecer un marco adecuado para la gestión del riesgo, implica considerar todos los riesgos asociados a la deuda pública.¹¹ El riesgo de mercado, considera el efecto de los movimientos en los precios de mercado: tasas de interés, tipos de cambio y precios de productos básicos. La variación de las tasas de interés afecta al costo del servicio de la deuda. Debido al menor grado de certidumbre, la deuda con tasa de interés variable, expone un mayor riesgo que la deuda con tasa de interés fija. Una deuda denominada o indexada en moneda extranjera agrava la inestabilidad del costo del servicio de la deuda, por la posible variación del tipo de cambio.

El riesgo de refinanciamiento o de renovación es relevante en la gestión de deuda. Éste considera el hecho de que por las condiciones futuras desconocidas del mercado, la deuda pública deba renovarse a un costo alto o, en casos extremos, no pueda refinanciarse. La imposibilidad de renovar la deuda y/o el incremento en el costo de la misma, puede provocar o exacerbar una crisis de deuda. Para mitigar este riesgo, la estrategia común fue optar por el alargamiento del plazo de vencimiento de la deuda. Empero, se debe considerar que una excesiva concentración de la deuda a muy largo plazo también es riesgosa, ya que no se conocen con certeza las futuras necesidades de

¹¹ FMI y BM, 2002.

financiamiento del sector público y las condiciones que prevalecerán en la economía. Lo que se recomienda es establecer un perfil de amortizaciones regular, con el objetivo de minimizar el riesgo de refinanciar un monto importante de deuda pública cuando las condiciones del mercado son desfavorables, incluso en el largo plazo.

En cuanto al riesgo de liquidez, existen dos tipos. El primero mide el costo al que se expone un inversionista que abandona su posición acreedora cuando el número de agentes es reducido o el mercado no es suficientemente activo. Este riesgo es importante en la gestión de deuda cuando se incluye el manejo de activos líquidos o de instrumentos derivados. El segundo tipo de riesgo por liquidez, se presenta cuando el volumen de activos líquidos se reduce rápidamente debido a obligaciones imprevistas o dificultades para obtener efectivo a corto plazo.

Es el riesgo crediticio considera el incumplimiento de pagos o contratos por la contraparte. Es importante en la gestión de deuda cuando se contempla pasivos contingentes o instrumentos derivados. El riesgo de liquidación, mide la pérdida que experimentaría el sector público cuando la contraparte no efectúa la liquidación de las transacciones, por un motivo distinto al incumplimiento. Finalmente el riesgo operativo comprende la gama restante de todos los tipos de riesgos, incluidos errores de transacción o de su registro, imperfecciones o fallas de controles internos en los sistemas, riesgo de reputación o de credibilidad, riesgo legal, incumplimiento de garantías y desastres naturales.

Para reducir la vulnerabilidad ante los riesgos expuestos se debe considerar las siguientes medidas. Ponderar los riesgos frente a los costos. Gestionar los riesgos de refinanciamiento y de mercado, monitoreando el costo del servicio de la deuda. Establecer una estructura institucional sólida que reduzca riesgos operativos, delegando funciones claras y definiendo las responsabilidades de los organismos involucrados en la gestión de la deuda. Identificar y considerar los riesgos asociados a los pasivos contingentes.

Las recomendaciones para una adecuada gestión de la deuda, *sugieren la conformación de una oficina especializada en el seguimiento, medición y evaluación de los riesgos*. Esta opción es interesante para Bolivia. A la vez permitiría desarrollar la **gestión de activos y**

pasivos (GAP)¹² que algunos gobiernos emplearon para una exitosa gestión de riesgos (Brasil). Esta metodología busca hacer coincidir las características financieras del pasivo con las del activo. El objetivo es estimar todos los activos conforme a las obligaciones que gestiona el sector público. Se establece si de las características financieras de los activos se extrae información sobre los costos y riesgos de los pasivos. Así, se examinan las características financieras de los flujos de caja de los activos y se seleccionan los pasivos con características similares. Aunque una coincidencia plena sea imposible, el análisis de los flujos de caja sirve de base para medir los riesgos de la cartera de pasivos y determinar en qué medida es posible una solución para el compromiso entre el costo y el riesgo asociados a la deuda.

VI.3. Resultados

En lo que respecta a esta etapa Bolivia debe fortalecer, como muchos otros países, el monitoreo del destino de la deuda y la evaluación del impacto de la deuda en la economía. Adicionalmente, un tema que reforzaría la gestión de la deuda pública en esta etapa final sería el desarrollo de auditorías externas. Con ello, el tema de transparencia y rendición de cuentas estaría plenamente consolidado.

El monitoreo del destino de la deuda es un desafío. Implica inversión tanto en planificación, como en los posibles cambios organizacionales y de requerimiento de personal. No obstante, el desestimar la aplicación de este aspecto conllevaría a costos mayores en el largo plazo que se relacionarían con la pérdida de eficiencia y oportunidad para que los recursos de la deuda aporten al desarrollo.

En lo que respecta a la evaluación del impacto de la deuda, el objetivo es evolucionar desde un análisis de sostenibilidad de la deuda a un análisis de calidad de la deuda. Aplicar este concepto involucra integrar el *análisis de beneficios* o prioridades de endeudamiento establecido en la fase de la formulación, con el análisis *costo – riesgo* desarrollado en la gestión de riesgos.

El análisis de la calidad de deuda establecería tres grandes grupos de indicadores para evaluar el impacto del desempeño de la deuda pública. El primer grupo de indicadores

¹² FMI y BM, 2002.

mide el riesgo de que las condiciones actuales puedan quebrantar el estatus de la deuda. El segundo grupo mide, bajo ciertas circunstancias esperadas, si el gobierno tiene la capacidad para enfrentar futuras contingencias. El tercer grupo, evalúa el comportamiento de los pasivos como variables de mercado.¹³

El primer grupo contempla los indicadores de vulnerabilidad. Estos reflejan el estado actual del endeudamiento público y la posición fiscal. Se resumen en el siguiente cuadro:

INDICADORES DE VULNERABILIDAD	
Indicador	Mide
Deuda / PIB	El nivel del endeudamiento relativo a la actividad económica, indicando la capacidad de solvencia del país. Aunque asume que todos los recursos del Producto Interno Bruto (PIB) están disponibles para financiar la carga de la deuda.
Saldo de deuda / ingreso fiscal	El nivel de endeudamiento en relación a la capacidad de pago interna.
Intereses de la deuda / PIB	Cuan onerosos son los intereses para el país.
Intereses / ingreso fiscal	El costo en términos de la captación fiscal del país.
Deuda externa / exportaciones	La carga de la deuda externa sobre la capacidad de generar divisas.
Reservas Internacionales / Deuda Externa	El número de veces que el saldo de divisas supera a los pasivos externos.
Amortización / desembolsos por concepto de deuda externa	El nivel de amortización de deuda como proporción del pago de la deuda externa. Si la razón es menor a 100, indicaría que el país se encuentra refinanciando su deuda con nuevas emisiones.

Fuente: Elaboración propia con base a INTOSAI (2010).

En Bolivia solo algunos de los indicadores expuestos son publicados de forma regular.¹⁴ Calcular los demás y realizar el seguimiento a su desempeño brindaría ganancias para una evaluación más profunda, tanto de la deuda interna como externa.

¹³ INTOSAI, 2010.

¹⁴ A saber: deuda / PIB, deuda externa / exportaciones, Reservas Internacionales / deuda externa.

El segundo grupo lo conforman los indicadores de sostenibilidad. Éstos informan sobre la magnitud del ajuste fiscal. Como las decisiones fiscales presentes imponen compromisos de largo plazo, los indicadores de sostenibilidad fiscal buscan establecer estos aspectos intertemporales. Un ejemplo, es el Indicador de consistencia tributaria, establecido por Blanchard en 1990.¹⁵ Este indicador mide la diferencia entre la carga tributaria existente y la carga tributaria “sostenible”:

$$t_n^* - t = \frac{\sum^n g}{n} + (r - q)d^* - t$$

Donde t_n^* es la carga tributaria que estabiliza, en un periodo de n años, la razón deuda a PIB en el nivel d^* , g es el gasto, r es la tasa de interés y q es la tasa de crecimiento del PIB. Señala el nivel de carga tributaria requerido para estabilizar la razón de deuda a PIB, dados un nivel de gasto, una senda de crecimiento y un saldo inicial de deuda. Si la relación es negativa, el indicador señala que la presión impositiva de la economía es demasiado baja para estabilizar la razón de deuda respecto a PIB. Entre los otros indicadores de este grupo se encuentran el Indicador de Buitter, el Indicador de Brecha Primaria de corto plazo, el Indicador de Déficit Primario Macro Ajustado, el Indicador de Posición Fiscal Sostenible de Croce y Juan Ramón (2003), el Indicador del Descalce de Monedas y el Indicador de Sostenibilidad Fiscal con restricciones de Largo Plazo.¹⁶

Es curioso que muchos países realicen su análisis de sostenibilidad de la deuda, en base a los indicadores de vulnerabilidad y no sobre los de sostenibilidad. El MEFP a partir de su Memoria Fiscal del 2007, publica la evolución del Indicador de Sostenibilidad Fiscal basado en la metodología propuesta por Croce y Juan Ramón en 2003. Realizar un estudio de la pertinencia de los otros indicadores de sostenibilidad para Bolivia es una tarea que resta por hacer.

Finalmente, el tercer grupo explora los indicadores financieros de la deuda. El objetivo es analizar y evaluar los riesgos asociados a la gestión de la deuda en base a instrumentos técnicos – financieros. En el siguiente cuadro se exponen los mismos:

¹⁵ *Ibíd*em, p.13.

¹⁶ *Ibíd*em, p.24.

INDICADORES FINANCIEROS DE LA DEUDA	
Instrumento	Descripción
Curva de Rendimiento	<p>Analizar la posición y la pendiente de la curva de rendimiento a través de las distintas teorías que explican su forma (expectativas, preferencias por liquidez y segmentación de mercado).</p> <p>El resultado indicará la evolución esperada de las tasas de interés en el mercado, permitiendo a los encargados de la gestión pública evaluar los riesgos de tasa de interés y de refinanciamiento en un contexto esperado de alzas.</p>
La duración y el vencimiento promedio ponderado	<p>Son estadísticos que indican el tiempo promedio en que se deberá hacer frente al servicio de su deuda.</p> <p>Cuanto mayor sea la duración de un bono, menor será el riesgo asociado, ya que en promedio menores proporciones de la deuda serán ajustadas al nivel de las tasas de interés.</p>
Duración modificada	<p>Se utiliza como otra medida del riesgo de los bonos.</p> <p>Indica el impacto en el precio de éstos como consecuencia de variaciones en las tasas de interés.</p>
Desviación estándar	<p>Indica cuánto se aleja, en promedio, un conjunto de datos de su valor medio como medida de volatilidad.</p>
Rendimiento ajustado por Riesgo (RaR)	<p>Indica el número de veces que las expectativas de pérdidas superan las ganancias esperadas.</p>
Perfil de amortizaciones	<p>Muestra la distribución en el tiempo, de los pagos de capital.</p>
Costo en Riesgo (CaR)	<p>Cuantifica, en base a un grado de significancia estadística elegido, el nivel máximo que podría alcanzar el costo financiero.</p>

Fuente: Elaboración propia con base a INTOSAI (2010).

En Bolivia existen avances en el cálculo de la estructura temporal de tasas de interés de los valores públicos. Explotar su información, para evaluar el riesgo y aplicar los demás

indicadores señalados, fortalecerá el análisis integral planteado para la calidad de la deuda pública.

VII. Conclusiones y motivaciones futuras

Partiendo de las recomendaciones otorgadas por organismos internacionales y la experiencia de otros países en cuanto al manejo de la deuda pública, el presente documento propuso un esquema para evolucionar de la administración de la deuda pública a la gestión de la deuda pública.

En la gestión de la deuda pública se establece procesos interrelacionados que son direccionados al objetivo final de aportar al desarrollo. La gestión se fundamenta en un horizonte de largo plazo. La primera etapa de formulación se basa en la planificación. La segunda etapa de implementación es estratégica, por cuanto aborda las tareas que deben realizarse en el presente para cumplir con el objetivo de la deuda a largo plazo. La última etapa evalúa los resultados a través del seguimiento de la calidad de la deuda pública.

Se reconoce los avances de Bolivia en el proceso de gestión pública. En la etapa de *formulación* se avanzó de forma considerable estableciendo lineamientos a través del COIDEP. En la *implementación*, la programación de la deuda es una meta cumplida. Para los *resultados*, la redención de cuentas favorece el avance.

La agenda pendiente para consolidar la gestión de la deuda pública en Bolivia aborda los siguientes temas. Enfatizar el desarrollo y mantenimiento del mercado eficiente de los valores públicos. Conformar una oficina especializada en el seguimiento, medición y evaluación de los riesgos, para establecer un marco adecuado para su gestión. Realizar un análisis de la calidad de deuda pública en base a indicadores de vulnerabilidad, sostenibilidad e instrumentos financieros.

Algunas motivaciones para estudios futuros surgen. El cálculo de los indicadores de calidad de deuda pública para Bolivia. Un estudio de la demanda efectiva por valores públicos, establecería el nivel de desarrollo y la eficiencia en este mercado. La nueva ley de pensiones podría ser evaluada para determinar su impacto en la demanda de los principales acreedores actuales de los títulos públicos, las Administradoras de Fondos de

Pensiones. Por otro lado, probar la existencia de un efecto desplazamiento de la inversión privada a causa de una mayor deuda interna, sería útil para plantear los límites específicos para el endeudamiento interno.

VIII. Referencias Bibliógrafas

FMI y BM, “Directrices para la gestión de la deuda pública: Documento Complementario”. Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. Noviembre, 2002.

BM y BID, “Bolivia - Evaluación de las Finanzas Públicas. Evaluación de las finanzas públicas, basado en la metodología desarrollada por el PEFA”. Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo. Reporte No. AAA40-BO. Octubre, 2009.

OECD, “Política fiscal y desarrollo en América latina: En busca del vínculo”. Perspectivas Económicas de América Latina 2009.

Reto Bertoni y Paola Azar, “Las necesidades financieras del sector público, un enfoque desde el endeudamiento (1935 – 1959). Instituto de economía UDELAR. Uruguay, 2004.

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Memoria Fiscal 2009.

Ministerio de economía y Finanzas Públicas. Lineamientos de Estrategias de Endeudamiento público.

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y Ministerio de Planificación del Desarrollo. Directrices y clasificadores presupuestarios. Gestión 2011.

Helder Ferreira y Viviane Santos, “Gestión de la deuda pública: la experiencia del Brasil”. Revista de la CEPAL N°94. Abril, 2008.

A. Alesina, M. de Broeck, A. Prati y G. Tabellini, “Default Risk on Government Debt in OECD Countries”. Economic Policy: A European Forum. Octubre, 1992. Págs. 428 – 463.

Santiago Herrera, “Determinantes y Composición del Endeudamiento Público en Colombia”. Banco Mundial. Agosto, 2000.

INTOSAI, “Indicadores de deuda”. Organización Internacional de Entidades Fiscalizadoras Superiores (INTOSAI). ISSAI 5411. Noviembre, 2010.

Opazo L., Raddatz C. y Schmukler S., “The Long and the short of emerging market debt”. Banco Central de Chile. Working Paper N° 530. Octubre, 2009.

Edna Armendáriz, “La sostenibilidad de la deuda pública y la postura fiscal en el ciclo económico: el istmo centroamericano”. CEPAL. México. Octubre, 2006.

Angel Higuerey, “Financiamiento con Deuda a Largo Plazo”. Universidad de los Andes. Trujillo, Febrero, 2007.

Juan Manuel García, “La gestión de activos y pasivos, implantación de la práctica”. Instituto del riesgo Financiero. España, 2003.

Mauricio Cabrera y Jorge González, “La disyuntiva no es pagar o sisar la deuda, es pagarla a sobreprecio o a un precio justo”. Revista de Economía institucional, N°3, Segundo Semestre, 2000.

Gloria Soto, “Modelos de duración y gestión del riesgo de interés: ¿Un problema de dimensión?”. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas S.A. (IVIE). WP–EC 2002–13. Junio, 2002.

Luis Ferruz y Pilar Portillo, “La inmunización contingente y otras estrategias financieras de gestión de renta fija. Aplicación empírica durante el periodo 1993 – 1997”. Revista Española de Financiación y Contabilidad. Vol. XXIX N°106. Diciembre, 2000.

IFAC, “Estados de flujo de Efectivo”. Comité del Sector público de la International Federation of Accountants (IFAC). Norma Internacional de Contabilidad del Sector Público. NICSP 2. Mayo, 2000.

StrarCo Consultores Asociados “La gestión de activos y pasivos (GAP): una solución para evaluar, controlar y hacer seguimiento de los riesgos de mercado”. Noviembre, 2005.

Parra Nieto, “Gestión de la deuda pública y ciclos políticos: desafíos para América Latina”. Centro de Desarrollo de la OCDE. Percepciones N° 78. Octubre, 2008.

Fundación Jubileo, “¿Continúa la cadena de la deuda externa para Bolivia?”. Reporte de coyuntura N°8. Octubre, 2009.

Fundación Jubileo, “Estado de la Deuda Externa de Bolivia”. Reporte de coyuntura N°11. Octubre, 2010.

Patricia Miranda, “Hacia la auditoria de Deuda en Bolivia”. Fundación Jubileo. Seminario Internacional Auditoria de la Deuda en Latinoamérica. Noviembre, 2009.

Banco Central de Bolivia, “Iniciativa de alivio de deuda multilateral”. Boletín Informativo N°166 año 15. Junio, 2008.

Banco Central de Bolivia, “Estado de la deuda externa pública de mediano y largo plazo”. Informe de la Gerencia de Operaciones Internacionales. Junio, 2010.

Banco Central de Bolivia, “Estado de la deuda externa pública”. Informe de la Gerencia de Operaciones Internacionales. Diciembre, 2009.

Banco Central de Bolivia, “Reporte de Balanza de Pagos y Posición de Inversión internacional, Enero – Junio de 2010”. Noviembre, 2010.

Banco Central de Bolivia, “La deuda pública y sus sostenibilidad”. Boletín Informativo N°110 año 9. Julio, 2002.

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y Banco Central de Bolivia. Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2010.

Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia. Febrero, 2009.

Ley N° 1670. Ley del Banco Central de Bolivia. Octubre, 1995.

Ley N° 062. Ley del Presupuesto General del Estado – Gestión 2011. Noviembre, 2010.

Ley N° 2042. Ley de administración presupuestaria. Diciembre, 1999.

Ley N° 2296. Ley de gastos municipales. Diciembre, 2001.

Decreto Supremo N° 29297. Consejo Interministerial de Deuda Pública. Octubre, 2007.

Decreto Supremo N° 23380. Consolidación de deudas del TGN. Diciembre, 1992.

Decreto Supremo N° 25722. Contribuciones e inversiones del SSO. Marzo, 2000.

Resolución de Directorio N° 118/2008. Reglamento para el registro de la deuda externa pública de Bolivia”. Octubre, 2008.

www.bcb.gob.bo

www.economiayfinanzas.gob.bo

www.planificacion.gob.bo