UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE CIENCIAS FÍSICAS Y MATEMÁTICAS
DEPARTAMENTO DE INGENIERÍA INDUSTRIAL

FORMULACIÓN DE UNA ESTRATEGIA DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO DE MEDIANO PLAZO PARA EL ESTADO PLURINACIONAL DE BOLIVIA

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN GESTIÓN Y POLÍTICAS PÚBLICAS

LUIS HERNÁN SORIA GALVARRO QUIROGA

PROFESOR GUIA
EDGAR HERNANDO ORTEGÓN QUIÑONES

MIEMBROS DE LA COMISIÓN
GABRIELA ALEJANDRA CONTRERAS MUALIN
JORGE CRISTIAN RODRÍGUEZ CABELLO

SANTIAGO DE CHILE
ENERO 2014

RESUMEN DE LA TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE:
Magister en Gestión y Políticas Públicas
Por: Luis Hernán Soria Galvarro Quiroga
Profesor Guía: Edgar Ortegón Quiñones

FORMULACIÓN DE UNA ESTRATEGIA DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO DE MEDIANO PLAZO PARA EL ESTADO PLURINACIONAL DE BOLIVIA.

El presente estudio de caso, tiene como objetivo explicar las razones de por qué es necesario estructurar una Estrategia de Endeudamiento Público de Mediano Plazo (EDPMP) y qué condiciones son necesarias para tener una administración de deuda pública eficiente.

El endeudamiento público no es en sí mismo malo, pero es importante evitar que se convierta en un problema. La mala administración, el incremento a niveles de insostenibilidad y los incumplimientos en las obligaciones afectan la percepción de riesgo de los acreedores externos, generan desconfianza en el sistema financiero interno, se reducen la oferta de crédito y el tamaño de los mercados de capital y se deteriora de la actividad económica y el empleo. En este sentido, es muy importante contar con una Estrategia de Endeudamiento Público de Mediano Plazo (EDPMP) y una administración eficiente de la deuda pública; sin embargo, es frecuente que las autoridades no presten suficiente atención a las ventajas de contar con una estrategia prudente de gestión de la deuda ni a los costos relacionados con una gestión macroeconómica deficiente y con niveles de deuda excesivos.

En la actualidad, el sector público no financiero de Bolivia tiene un nivel bajo de deuda total (36 % del PIB). Sin embargo, tiene el reto, en el marco del Plan Nacional de Desarrollo (PND), de realizar importantes inversiones productivas y sociales en los próximos años que demandarán recursos a ser captados mediante endeudamiento público. Por otra parte, por mandato constitucional e interés propio debe realizar una contratación de deuda en las mejores condiciones financieras, a su vez, los avances en sus indicadores sociales inviabilizan la opción de acudir a

las ventanillas concesionales de préstamos que tienen los organismos internacionales.

Lo anterior, configura un reto en lo que a gestión de deuda pública se refiere, aspecto que se aborda en el estudio de caso proponiendo la creación de una instancia articuladora de deuda pública, que deberá asumir la responsabilidad de velar por un endeudamiento público coherente, por una parte, con los objetivos de desarrollo económico y social y, por otra, con la sostenibilidad fiscal, la gestión adecuada de riesgos y la estabilidad macroeconómica.

Metodológicamente, la investigación teórica en el primer capítulo considera aspectos relacionados con la administración de la deuda pública del gobierno central y gobiernos subnacionales, reglas fiscales, prevención de riesgos, empleo de indicadores de sostenibilidad de deuda y otros. Posteriormente se evalúa la gestión de deuda pública en Bolivia y su experiencia reciente en la emisión de títulos valor en mercados financieros internacionales. En el tercer capítulo se presenta un análisis comparativo de la gestión de deuda de tres países de la región Chile, Colombia y Brasil.

Finalmente, considerando el análisis previo, el contexto que Bolivia enfrentará en los próximos años y las experiencias de otros países, se realizan las recomendaciones más pertinentes para una mejor administración de la deuda pública en Bolivia.

Dedicatoria

La presente investigación se la dedico a mis padres, por su eterno amor y apoyo para que tenga un mejor futuro en la vida.

Dedicárselo particularmente a quien, me dio la vida y está en todo momento dispuesta a sacrificarse para que yo pueda ser una mejor persona, mi madre Tatiana Marusia Quiroga Morales.

Por otra parte quisiera dedicárselo a mi prima Beatriz Salinas Quiroga, quien me aguantó durante estos 18 meses en su casa, apoyándome para que este proceso culmine con éxitos.

Agradecimientos

A la Universidad de Chile, mi nueva alma mater, por permitirme incrementar mi formación y forjarme con los conocimientos impartidos durante este periodo

A mis padres Tatiana Quiroga y Luis Soria Galvarro por su apoyo incondicional este tiempo y por realizar los sacrificios para lograr este sueño de estudiar en la Universidad de Chile.

A mis primos Beatriz Salinas y Camilo Quiroga por apoyarme emocionalmente en este periodo de tanto *stress*. Particularmente a Beatriz, quien me hizo sentir como en casa, cuando más lo necesitaba.

Al viceministro del Tesoro y Crédito Público, Edwin Rojas, por su apoyo y confianza en este proceso que decidí adoptar.

A mi profesor guía Edgar Ortegón, por su paciencia y disposición a colaborarme, para hacer de este trabajo una realidad concreta.

A mis profesores lectores Gabriela Contreras y Jorge Rodríguez por aportar a este trabajo con su experiencia y conocimientos.

A María Pía Martin, por la paciencia y la buena disposición por terminar este trabajo en las fechas debidas.

A mis compañeros de curso Eddy, Juan, Ana Lourdes, José, Julio, Keller, Felipe, Gonzalo, Wilson, Isabel, Sofía, Gustavo, Cristela, Claudia B, Pilar por escucharme y haberme apoyado a lo largo de este proceso.

A Roberto, Fabiola, Celeste, Pilar, Fredy, Claudio (MGPP 2012), por la buena disposición de apoyarnos el primer año del magíster.

A mis amigos bolivianos en Santiago, por hacerme sentir en casa, cuando más quería estar en La Paz.

A los compañeros del MGPP 2014, por tenerme fe y hacerme recuperar la confianza en mí mismo.

A todos los amigos que conocí en este proceso del ejecutivo, MBA, MAGCEA, pregrado, etc.

Tabla de Contenido

Dedicatoria 3
Agradecimientos 4
Índice de tablas 7
Índice de Ilustraciones 8
Índice de gráficas 9
Problemática y diagnóstico previo 10
Pregunta de investigación 13
Objetivos 13
Metodología 13
CAPITULO I: ASPECTOS TEÓRICOS 15
1. Definición de deuda pública 15
2. Objetivos de la deuda pública 16
3. Instrumentos de deuda pública 18
4. Estrategia de endeudamiento público 20
5. Riesgos asociados al manejo de la deuda pública 23
6. Organización de la oficina de deuda pública 24
7. Indicadores de sostenibilidad de deuda pública 28
8. Reglas fiscales para el nivel nacional 30
9. Indicadores para el endeudamiento subnacional 33
CAPITULO II: LA GESTIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN BOLIVIA 35
1. Aspectos institucionales 35
2. Gestión de la deuda 37
3. Condiciones financieras de los organismos multilaterales y bilaterales 40
4. Emisiones de bonos soberanos 41
5. Estructura de la Oficina de Deuda Pública 43
6. Coordinación MEFP y MPD 47
7. Articulación de los Planes de Inversión con la gestión de la deuda 50
8. Trabajo de la Asamblea Legislativa Plurinacional (2010-2013) 51
CAPÍTULO III LA EXPERIENCIA DE OTROS PAÍSES Y SU MANEJO DE DEUDA PÚBLICA: COLOMBIA, BRASIL, CHILE 53
1. Aspectos generales 53

2. Parámetros a ser comparados 55
3. Aspectos institucionales 56
4. Las oficinas de crédito públicas 60
4.1 La Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN)- Colombia 60
4.2 La Secretaría Adjunta de Deuda Pública (Brasil) 62
4.3 Coordinación de finanzas internacionales (Chile) 65
5. Instrumentos y mercados de deuda pública 68
5.1 Chile y sus emisiones soberanas 68
5.2 Emisiones de bonos soberanos colombianos 71
5.3 Instrumentos de deuda pública externa de Brasil 73
6. Endeudamiento subnacional 74
6.1 Las finanzas públicas subnacionales de Colombia 75
6.2 Descentralización fiscal de Brasil 76
7. Comparación de los países según indicadores de sostenibilidad de deuda pública 79
7.1 Indicador deuda/PIB 79
7.2 Indicador deuda/reservas internacionales 80
7.3 Indicador deuda/exportaciones 81
7.4 Balance primario/PIB 82
7.5 Indicadores macroeconómicos 83
8. Resultados de la comparación cualitativa entre los países seleccionados 85
CAPITULO IV RECOMENDACIONES Y CONCLUSIONES 89
Bibliografía 92

Índice de tablas

Tabla 1: Modelos institucionales de administración de deuda pública 25
Tabla 2: Composición de la Cartera de Deuda Pública de Bolivia 39
Tabla 3: Indicadores de costo y riesgo de deuda existente a fines de 2012 40
Tabla 4: Condiciones Financieras Deuda Externa 41
Tabla 5: Emisiones de Bonos Soberanos 41
Tabla 6: Resumen del ciclo de crédito público 46
Tabla 7: Tasas de IIR de los países seleccionados 55
Tabla 8: Clasificación de los Países 55
Tabla 9: Condiciones financieras de títulos chilenos 69
Tabla 10. Condiciones financieras bonos soberanos chilenos 1999-2004 70
Tabla 11: Bonos Colombianos Vigentes 72
Tabla 12: Instrumentos de Deuda Externa de Brasil 73
Tabla 13: Leyes Colombianas relacionadas al endeudamiento subnacional 75
Tabla 14: Limites de deuda pública establecidos en Brasil 77
Tabla 15: Algunos indicadores macroeconómicos y financieros de los países seleccionados (2012) 83
Tabla 16: Composición de Deuda Brasilera 84

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Requerimientos de endeudamiento 15
Ilustración 2: Interdependencias y trade-offs entre políticas monetarias, fiscales y el manejo de deuda 17
Ilustración 3: Principales enlaces de la Estrategia de Deuda a Mediano Plazo 22
Ilustración 4: Organización de la oficina de Deuda Pública 26
Ilustración 5: La cuadricula fiscal 31
Ilustración 6: Ordenamiento Jurídico de la Deuda Pública 35
Ilustración 7: Ciclo de Crédito Público en Bolivia 44
Ilustración 8: Procedimiento Bonos Soberanos 47
Ilustración 9: Tareas del MEFP y MPD 48
Ilustración 10: Ventajas y Desventajas del Gestor de Deuda 49
Ilustración 11: Horizontes de Planificación 50
Ilustración 12: Clasificación de los países por nivel de intolerancia a deuda 54
Ilustración 13: Caso Colombiano- Actores involucrados en la gestión de deuda pública según mandato constitucional 57
Ilustración 14: Caso Chileno según Mandato Constitucional 58
Ilustración 15: Actores relevantes para la gestión de deuda pública según la constitución Política del Estado Brasilera 59
Ilustración 16: Organigrama DGCPTN- Colombia 60
Ilustración 17: Organización del Ministerio de Hacienda (Brasil) 63
Ilustración 18: Organización de la Secretaria Adjunta de Deuda Pública 64
Ilustración 19: Organización del Ministerio de Hacienda de Chile 66
Ilustración 20: Organigrama de DIPRES 67
Ilustración 21: Modelo de presupuesto brasilero 77

Índice de gráficas

Gráfica 1: Indicador de solvencia de la deuda pública total - Deuda Nominal/PIB 37
Gráfica 2: Indicadores de la deuda externa de Bolivia 38
Gráfico 3: Evolución del precio del bono soberano (primera emisión) 42
Gráfico 4: Evolución de la tasa de interés (primera emisión) 43
Gráfica 5: Leyes Asamblea Legislativa Plurinacional 51
Gráfico 6: Composición de los contratos aprobados 51
Gráfica 7: Sectores financiados con deuda 52
Gráfica 6: Evolución del indicador Deuda/PIB 53
Gráfica 7: Evolución de las fuentes de financiamiento en Brasil 78
Gráfica 8: Comparación Deuda /PIB con indicadores internacionales 79
Gráfica 9: Indicador Deuda/Reservas internacionales 80
Gráfica 10: Evolución del Ratio Deuda/Exportaciones 81
Gráfica 11: Evolución del Balance Fiscal Primario 82

Problemática y diagnóstico previo

La deuda pública ha sido constantemente una fuente de financiamiento muy importante para el desarrollo de los países. La teoría del sobreendeudamiento nos dice que si la deuda es utilizada en inversiones productivas, el endeudamiento podría fomentar el crecimiento si se mantiene en un nivel razonable, de lo contrario, podría reducirlo. En este marco, en la década de los 80, los países en desarrollo experimentaron niveles insostenibles de deuda, mientras que los países desarrollados los experimentaron en la primera década del siglo XXI. Esta historia se ha repetido en varios países de América Latina, cuya dependencia del endeudamiento externo obligó a la región a ajustarse a las condiciones financieras y condicionalidades de los acreedores, a fin de acceder a los recursos en calidad de préstamo.

En Bolivia según (Fundación Jubileo, 2009) las razones del endeudamiento han sido variadas, desde el financiamiento de gobiernos de dictadura destinados a gastos militares, construcción de carreteras y corredores, proyectos de inversión en diversos sectores, hasta el pago de gasto corriente en sueldos, salarios, consultorías y, entre los últimos créditos externos obtenidos, para el sector de hidrocarburos. Tras los ciclos de endeudamiento por los que atravesó el país en las décadas de los ochenta y noventa, la información acerca de la solicitud de créditos debería estar respaldada por una estrategia de financiamiento y un análisis de sostenibilidad de deuda, en un marco de financiamiento responsable.

Para completar este plan inicial, además de requerir el planteamiento de proyectos específicos y concretos para su implementación y el costeo de indicadores, se hace necesaria la elaboración de una estrategia de financiamiento a través de un análisis de sostenibilidad de deuda; es decir, una evaluación sobre la cantidad y calidad de financiamiento (monto y condiciones) requerido por el país para lograr las metas sociales y pagar esa deuda a futuro, sin afectar la sostenibilidad.

Un detalle no menor, es que existe una coyuntura internacional importante que apuntan a la disciplina fiscal, principalmente después de la crisis financiera de los años 2008-2009. La Unión Europea ha sostenido varias reuniones para establecer una mayor disciplina fiscal, principalmente Alemania y Francia han sido muy estrictos en fijar reglas fiscales, para atenuar los efectos de la crisis de la deuda, principalmente de países como Grecia, Chipre, España que se han visto altamente afectados por la crisis y por niveles insostenibles de deuda.

Considerando el contexto anterior, hoy en día hay un consenso acerca de la importancia de la disciplina fiscal y de los efectos adversos de un sobreendeudamiento. Sin embargo una economía pequeña, abierta y dependiente de *commodities* como la boliviana, puede encontrar en el endeudamiento público una ventana de oportunidades a la financiación de planes estratégicos de largo plazo.

Así por ejemplo, en cuanto a la identificación de las necesidades de desarrollo del país, el Plan Nacional de Desarrollo (PND), al momento de su lanzamiento, fue un importante avance, como parte de una política de soberanía e independencia de las instituciones financieras internacionales. Se trata de un plan de reducción de pobreza propio, sin metas impuestas. Éste es un plan con objetivos más ambiciosos que los propuestos por los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) impuestos en países pobres y altamente endeudados. Es decir, se reconoce la importancia de la deuda pública para la financiación de un Plan Nacional de Desarrollo, sin embargo, es importante que se precautele la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica, para no volver a cometer los mismos errores de los años 80 en la región latinoamericana.
En este sentido, como un avance, la administración de la deuda pública es un mandato constitucional previsto en el parágrafo I del artículo 322 de la Constitución Política del (Estado Plurinacional de Bolivia, 2009) que establece *"La Asamblea Legislativa Plurinacional autorizará la contratación de deuda pública cuando se demuestre la capacidad de generar ingresos para cubrir el capital y los intereses, y se justifiquen técnicamente las condiciones más ventajosas en las tasas, los plazos, los montos y otras circunstancias".*

Los legisladores para autorizar la contratación de deuda pública deberán conocer la situación de la economía boliviana, y determinar si las condiciones de financiamiento son las más favorables. Por lo que, se puede deducir que será tarea del órgano ejecutivo demostrarle a la Asamblea Legislativa Plurinacional, que el país tiene capacidad para cubrir el servicio de la deuda a ser contratada y deberá justificar que las condiciones financieras son buenas para el país. Es decir, el Ejecutivo tiene un rol muy importante en materia de la gestión de la deuda pública y para que este mandato constitucional sea cumplido se requiere de una institucionalidad fuerte y de una visión estratégica a mediano plazo.

Para ello, se propone también la creación de una instancia articuladora de deuda pública, que deberá asumir esta responsabilidad, siendo su principal misión sostener una política de endeudamiento público coherente con los objetivos de desarrollo en un marco de la sostenibilidad fiscal y de gestión adecuada de riesgos. Se deberá dotar de cierta autonomía a esta oficina para que no existan conflictos de intereses.

A pesar de que en Bolivia, no existe una oficina especializada en el manejo de deuda pública, se puede destacar que en los últimos siete años hay una conducción responsable de las finanzas públicas y coordinada con el resto de políticas macroeconómicas, que marcaron un profundo cambio respecto a la registrada en anteriores gestiones de gobierno que presentaban constantes déficit fiscales. A partir de 2006 esa situación se revirtió, las cuentas fiscales registraron superávit, debido al considerable aumento de los ingresos en parte explicado por la nacionalización de los hidrocarburos, el control y austeridad del gasto corriente y la priorización del gasto de capital, además de los niveles récord en las recaudaciones tributarias e inversión pública, acompañados de la aplicación de la política sostenible de la deuda interna y externa.

Los niveles de deuda pública respecto al PIB, fueron mejorando a partir del 2006, encontrándose por debajo de los niveles del periodo 2000-2005 como producto del manejo adecuado del endeudamiento público. A fines de 2012, el saldo de la deuda pública representó 33 % del PIB

En la actualidad, Bolivia tiene nuevos retos para la gestión de la deuda, al ser un país de ingresos medios según clasificación del Banco Mundial debido a la mejora en sus indicadores sociales, lo que le permite acceso al financiamiento no concesional, a otras modalidades de financiamiento y la incursión en los mercados internacionales de capital a partir de octubre de 2012, aspecto que amerita un análisis detallado de riesgos y un mejor control sobre el endeudamiento, garantizando que su uso sea responsable y vele por equilibrios macroeconómicos y la solvencia del país.

Por lo expuesto anteriormente, se puede observar que la deuda pública de Bolivia, es un elemento importante en su economía, ya que es una ventana abierta a fuentes de financiamiento para proyectos, programas y políticas públicas de gran envergadura, la concepción de deuda no se limita tan solo al cierre de brechas en un ejercicio fiscal.

Si entendemos que la gestión de la deuda pública evoca al manejo responsable de cifras fiscales de manera que se precautele la sostenibilidad macroeconómica y la estabilidad fiscal del país. Hoy más que nunca, con la experiencia europea reciente de los últimos 5 años, observamos que Bolivia debe tener una mirada más estratégica sobre el endeudamiento público.

Recordemos, que la región latinoamericana aprendió sobre el ajuste fiscal con posterioridad a la crisis de la deuda. Es precisamente este tipo de situaciones que Bolivia debe evitar, sin que esto signifique una renuncia a la implementación de proyectos y programas estratégicos, de fuerte inversión estatal. Es en este contexto, que una Estrategia de Endeudamiento Público de Mediano Plazo se constituye en una herramienta muy eficaz para una gestión de deuda responsable.

Sin embargo, la gestión de la deuda se enfrenta al siguiente problema a partir del año 2006, a través del Decreto Supremo Nº 29894 el Viceministerio de Inversión Pública y Financiamiento Externo pasa a depender del Ministerio de Planificación del Desarrollo y el Viceministerio del Tesoro y Crédito Público se mantiene en el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, creando una serie de conflictos de funciones entre ambas instituciones que están involucradas en la política de endeudamiento público. Por una parte existe una instancia que se dedica a negociar y contratar el nuevo endeudamiento y otra instancia que se limita al pago del servicio de la deuda. Empero la última instancia que conoce verdaderamente las necesidades de financiamiento. Para aminorar los efectos de dicha situación, a través del Decreto Supremo Nº 29297 “Se conforma el Consejo Interministerial de Deuda Pública-COIDEP definiendo su estructura, participantes, objetivos y funciones. Siendo su principal función la de coordinar la formulación y el establecimiento de la Política de Endeudamiento Nacional y Subnacional interno y externo, para cubrir el financiamiento del desarrollo nacional en el marco de la sostenibilidad fiscal y de los lineamientos del Programa Monetario y Financiero”.

Más allá del problema de coordinación, debemos considerar importante el mandato constitucional, en los artículos 158 y 322 de la CPE que plantea la necesidad de realizar una contratación de deuda en las mejores condiciones tanto en el plazo, tasas de interés, etc. Lo que sin duda nos permite pensar en la necesidad de contar con una estrategia de endeudamiento público de mediano plazo, que sea ajustada a la realidad de la economía boliviana.

Anualmente, se realizan ejercicios de sostenibilidad de deuda pública, en el marco del COIDEP, sin embargo hasta el momento, no se ha logrado concretar la elaboración de una estrategia nacional de endeudamiento público, que por las razones anteriormente expuestas deberá ser considerando como un proceso importante, por lo que el presente estudio de caso tiene como finalidad proponer medidas que coadyuven a la administración responsable de la deuda, pero que considere el marco del proceso de cambio que lleva acabo el Estado Plurinacional de Bolivia.

Pregunta de investigación

¿Qué aspectos son necesarios de considerar para la formulación de una estrategia de endeudamiento público de mediano plazo, que contribuya con una gestión de deuda pública adecuada, que precautele la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica de Bolivia?

Objetivos

Objetivo general

Proponer una estrategia de endeudamiento público de mediano plazo coherente con las necesidades del financiamiento que tiene el Plan Nacional de Desarrollo y que garantice la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica del país.

Objetivos específicos

- ✓ Describir la actual gestión de deuda pública, analizando sus ventajas y riesgos.
- ✓ Comparar buenas prácticas en el manejo de la deuda pública de otros países de la región.

Metodología

La metodología a ser utilizada en el presente estudio de caso será descriptiva, comparativa, y de análisis cualitativo.

Se presentará un análisis exhaustivo de las principales características del manejo actual de deuda pública, haciendo un fuerte énfasis en los principales aportes teóricos en esta materia. Para dicho fin se realizará una revisión bibliográfica de deuda pública sobre: objetivos de la deuda pública, la estructura óptima de una oficina de deuda pública, elaboración de la estrategia de endeudamiento público de mediano plazo y la existencia de reglas fiscales tanto para el nivel central de

gobierno como para las entidades subnacionales y empresas públicas como un mecanismo que permita realizar políticas contra cíclicas.

Posteriormente, se recogerá la experiencia de países como Colombia, Brasil y Chile y se compararán con la actual administración de la deuda en Bolivia. Con lo elaborado en ese capítulo se contarán con insumos que orienten las recomendaciones cualitativas para el manejo eficiente de la deuda pública en Bolivia.

Con las recomendaciones de orden cualitativas se construirán las conclusiones finales del estudio de caso y se construirá una estrategia de endeudamiento público de mediano plazo que satisfaga dichas recomendaciones.

CAPITULO I: ASPECTOS TEÓRICOS

1. Definición de deuda pública

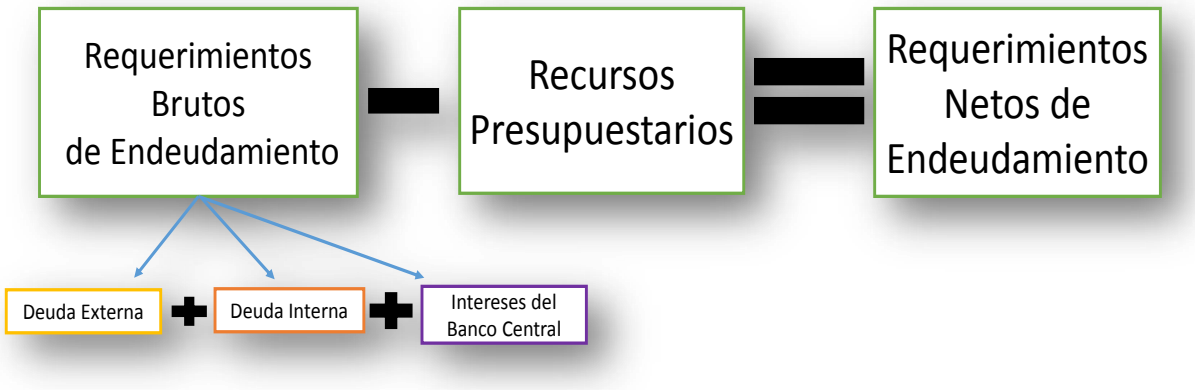
Los gobiernos a menudo se prestan para financiar sus gastos en bienes y servicios que promueven el crecimiento y aumento del bienestar.

Un gobierno busca los mejores términos de préstamos para reducir los costos que incluye la nueva contratación, así como el respeto de las preferencias del gobierno a una exposición de riesgo (aversión). En otras palabras, el gobierno no solo tiene como objetivo contratar fondos a bajo costo, sino también fijar un monto y estructurar la composición de su cartera de deuda de tal manera que se minimice el impacto de *shocks* relevantes en su presupuesto.

La definición más general planteada por el protocolo anexo al Tratado de Maastricht (1992) plantea que *"Por deuda pública se entiende el valor nominal total de las obligaciones brutas de las administraciones públicas [...] pendientes a final del año".*
Ahora bien, si tenemos claro que los Estados tienen necesidades de financiamiento, las mimas que se convierten en obligaciones de las administraciones públicas, y que estas contabilizadas de manera anual. Debemos distinguir que la deuda pública puede ser interna (al interior de la propia economía), como externa (con acreedores internacionales no domiciliados en el país deudor).

Lo anterior, se explica en el esquema presentado por (Tesouro Nacional, Federal Public Debt: Annual Borrowing Plan 2012, 2012), se entenderá que los requerimientos de endeudamiento estarán definidos por:

***Ilustración 1*: Requerimientos de endeudamiento**



Fuente: Tesouro Nacional; "Federal Public Debt: Annual Borrowing Plan 2012"; 2012.

La anterior ilustración no es solo importante, porque muestra las fuentes de financiamiento posibles, sino que también señala que los recursos presupuestarios

reducen los requerimientos brutos de endeudamiento. Toda vez que un país que cuenta con recursos presupuestarios no debiese asumir obligaciones de manera irresponsable, ya que con los recursos disponibles podría cubrir las necesidades de financiamiento.

2. Objetivos de la deuda pública

Tradicionalmente, la política de gestión de la deuda no se considera una política macroeconómica independiente, por lo que la misma estaba subordinada a las políticas fiscales y monetarias. Esto se debía a varias razones, como por ejemplo el manejo de la volatilidad del costo del servicio de la deuda a través de gestión de la deuda tiene implicaciones claras para asegurar el espacio fiscal a corto plazo, así como la gestión de los riesgos fiscales a largo plazo.

La gestión de la deuda es también una preocupación para la conducción de la política monetaria cuando se ve como la administración de liquidez en una economía, donde los agentes deciden entre dinero y bonos del gobierno.

La bibliografía sobre la gestión de la deuda le ha asignado un papel importante en el apoyo de la política fiscal y otra le ha asignado su papel predominante en el apoyo de la política monetaria. Sin embargo, existe un creciente consenso entre los profesionales que la gestión de la deuda debe ser tratada como una política macroeconómica independiente con sus propios objetivos de política y la asignación de un instrumento de política independiente (Togo, 2007).

Una de las principales razones para independizar la gestión de la deuda radica en la mejora de la credibilidad y la eficacia en la aplicación de las políticas. Por ejemplo, cuando las autoridades fiscales son responsables tanto de la política fiscal, así como de la gestión de la deuda, se podría mantener el costo del servicio de la deuda bajo, con el fin de crear espacio fiscal en el corto plazo. Aunque esto puede aumentar la volatilidad del futuro servicio de la deuda y puede obligar a los gobiernos posteriores a reducir los gastos o aumentar los impuestos. Mientras que las autoridades fiscales deben preocuparse por las consecuencias a largo plazo, la realidad es que a menudo son sometidos a presiones políticas que surgen de los ciclos electorales, que restringen la visión hacia el corto plazo. (Togo, 2007).

Del mismo modo, el objetivo central de la autoridad monetaria es controlar la inflación, pero si también se hace cargo de la gestión de la deuda, puede tener la tentación de mantener las tasas de interés bajas. Esto ayudará a mantener el costo del servicio de la deuda bajo, pero corre el riesgo de una mayor inflación en el futuro. Por otra parte, la autoridad monetaria puede tener un impulso por emitir deuda indexada a la inflación para aumentar su credibilidad política, pero aumenta el riesgo de incrementar la volatilidad del servicio de la deuda.

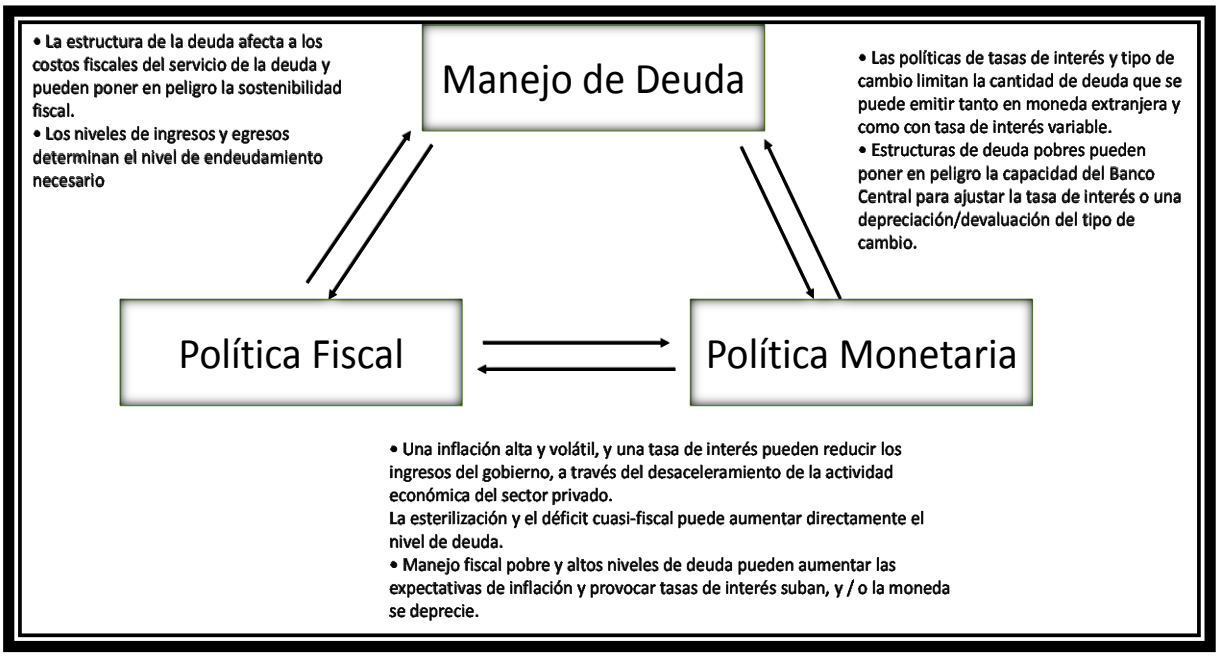
Reconociendo la importancia de la independencia de la gestión de la deuda, se deberá considerar que el objetivo más importante de la política pública del endeudamiento público del país, es poder satisfacer las necesidades de

financiamiento de un Estado al menor costo posible y sin exposición indebida a riesgos imprudentes. Este objetivo debe ser primordial en la política de endeudamiento público, por lo que será importante hacer un análisis de la evolución del perfil de la deuda en el pasado reciente, así como una proyección de futuro endeudamiento.

El objetivo de la política fiscal es lograr una política presupuestaria que distorsione menos, que estabilice la producción, mejore la asignación de recursos y tenga efectos distributivos. El objetivo general de la política fiscal se lo visibiliza normalmente en el resultado primario. Para ello, su tarea principal es administrar la composición y el nivel de gastos y los impuestos. Por último, el objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios, mientras se mantiene una estabilización del producto. Las metas para la inflación, las tasas de interés, los agregados monetarios, o el tipo de cambio se manejan a través de operaciones de mercado abierto o a través de controles por fuera del mercado, tales como el establecimiento de requisitos de reservas.

La separación de la gestión de la deuda del manejo de las políticas fiscal y monetaria puede ayudar a evitar este tipo de conflictos, reales o percibidos, y puede mejorar la credibilidad de la política. Los objetivos de la deuda pública, tienen las siguientes interdependencias con las políticas fiscales y monetarias, de acuerdo al esquema planteado por (Togo, 2007).

Ilustración 2: Interdependencias y *trade-offs* entre políticas monetarias, fiscales y el manejo de deuda



Fuente: Eriko Togo; "Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework"; 2007.

Las políticas creíbles son conocidas por producir mejores resultados en comparación con las menos creíbles. Por ejemplo, una política monetaria creíble

será exitosa en controlar las expectativas inflacionarias y reducir la incertidumbre en el futuro, lo que a su vez reducirá la prima de riesgo de la deuda en moneda nacional de largo plazo. Menores tasas de interés a largo plazo también son susceptibles para estimular el crecimiento económico y mejorar la posición fiscal a través de una menor carga de la deuda. Esto reforzará aún más la credibilidad de la política monetaria. La experiencia demuestra que la aplicación de una política macroeconómica coherente y creíble ha ayudado a generar tales círculos virtuosos, mejorando del bienestar de la sociedad en su conjunto.

Las teorías del manejo óptimo de deuda (Golebiowski & Marchewka-Bartkowiak, 2011) (Togo, 2007), han establecido una variedad de objetivos durante el tiempo, incluyendo la estabilidad macroeconómica, apoyo a la política monetaria y minimizar costos y riegos. En este sentido, existen varias miradas en relación a la política de administración de deuda, (Tobin, 1963) observó a la administración de deuda como una herramienta para la estabilización macroeconómica primordialmente, y en segundo lugar, una reducción de los costos de la tasa de interés, y por ultimo para minimizar los riesgos.

Según (Wolswijk & De Haan, 2003) existe un “mayor énfasis en el análisis de costo y riesgo alrededor de la gestión de deuda pública, que limita la gestión de carteras y se convierte gradualmente en una actividad más compleja y sofisticada”. Las oficinas de gestión de la deuda tienen ahora una mayor autonomía dentro o fuera de los ministerios de finanzas, pero junto con la transformación institucional y operativa, los objetivos de gestión de la deuda pública han experimentado un cambio notable en el apoyo a las políticas macroeconómicas para reducir al mínimo los costos de servicio de la deuda.

Para la gestión de la deuda, el objetivo es asegurar el financiamiento que el gobierno necesita y que sus obligaciones de pago se cumplan con el menor costo posible a mediano y largo plazo, de acuerdo con un nivel prudente de riesgo. El instrumento de política es la deuda de mediano a largo plazo, y la composición se administra a través de nuevas emisiones, así como el cambio de la composición de la deuda ya existente se da a través de ofertas de *swaps* de tasas de interés y de tipo de cambio, canje de deuda y recompra.

3. Instrumentos de deuda pública

En general, tal como se vio en la gráfica 1, se puede clasificar la deuda en interna y externa. Analizaremos por separado los distintos instrumentos de deuda pública con los que se cuenta:

La deuda externa del sector público está integrada por:

a) Emisión de títulos valor en mercado de capitales internacionales. Se refiere a las colocaciones públicas de los bonos soberanos de los países. En los mercados internacionales.

b) Contratos de préstamo con organismos financieros internacionales o agencias o relaciones bilaterales. Corresponde a los financiamientos

contratados por ejemplo, con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), o con el Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola (FIDA). Asimismo, países más desarrollados pueden ser acreedores de deuda externa, países como Alemania, Japón, China, etc.

c) Mercado bancario. Recursos obtenidos en forma directa a través de la banca comercial internacional.

d) Comercio exterior. Son los préstamos otorgados entre los gobiernos a través de bancos oficiales de los países, o bien, contratados a través de la banca comercial con la garantía de un organismo oficial.

e) Reestructuraciones. Corresponde a aquellos financiamientos que se han renegociado en diversos programas con la finalidad de reducir el saldo de la deuda, así como su servicio.

Es importante señalar que de acuerdo a la evolución de los mercados financieros a lo largo de los años 1980 y 1990 se estimuló el surgimiento de la moderna gestión de la deuda pública. La liberalización del mercado y la desregulación financiera aumentaron el número de mercados a emisores soberanos, existiendo una innovación financiera y, por tanto impulsando al desarrollo de nuevos productos financieros.

En relación a deuda interna, se cuentan con los siguientes instrumentos:

Letras del Tesoro

1. Emitidas al descuento, por lo que su precio de adquisición es inferior al importe que el inversor recibirá en el momento del reembolso. La diferencia entre el valor de reembolso de la letra y su precio de adquisición será el interés o rendimiento generado por la Letra del Tesoro. Estos instrumentos se emiten con fines de regulación monetaria (emitidas por el Banco Central) y con fines de financiamiento fiscal (emitidas por el gobierno).
2. A un plazo determinado por el emisor.

Bonos del Estado

La deuda del Estado recibirá la denominación de bonos del Estado, tiene las siguientes características:

1. Son títulos con interés periódico, en forma de «cupón», a diferencia de las Letras del Tesoro, que pagan los intereses al vencimiento.
2. Las emisiones de estos valores se llevan a cabo mediante sucesivos tramos: el mismo bono se subasta en varios meses consecutivos, hasta que la emisión alcanza un volumen en circulación elevado que asegure que los valores sean muy líquidos.
3. El cupón que devenga se paga cada año y representa el tipo de interés «nominal» del bono.
4. Igual que las Letras del Tesoro, estas pueden ser emitidas con fines monetarios y fiscales.

4. Estrategia de endeudamiento público

Se entiende como estrategia de endeudamiento público un plan que el gobierno tiene previsto aplicar a mediano plazo (entre 3 a 5 años) a fin de lograr un monto y una 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 del nivel central del gobierno, por ejemplo, garantizar que se satisfagan las necesidades de financiamiento y se cumplan las obligaciones de pago del gobierno central al menor costo posible y con un nivel prudente de riesgo. Esta estrategia pone especial 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 este instrumento de la gestión de la deuda pública se identifica cómo varían los costos y los riesgos con la composición de la deuda. Aunque se puede formular una estrategia adecuada sin utilizar una herramienta cuantitativa, especialmente en países con opciones extremadamente limitadas, lo que permite al gestor de la deuda cuantificar los posibles riesgos presupuestarios de las estrategias alternativas de gestión de la deuda.

De acuerdo a (Martner & Tromben, 2004) “se debería elaborar un marco que permita a los responsables de la gestión de la deuda pública identificar y llegar a una solución de compromiso entre el costo y el riesgo de la cartera por instrumentos. Habitualmente los encargados de la gestión de la deuda pública manejan varios tipos de riesgos; un papel importante del órgano encargado de la gestión de la deuda consiste en identificar esos riesgos, evaluar en lo posible su magnitud y elaborar la mejor estrategia viable para llegar a una solución óptima de compromiso entre costo y riesgo. Para cumplir esos cometidos deben tener acceso a diversas proyecciones financieras y macroeconómicas”.

Es importante para estos fines, que se señalen los objetivos que se plantean con la estrategia de endeudamiento público. Es en este punto, que según (Hoogdwin, Öztürk, & Wierts, 2010) “además de los costos y los riesgos, la estrategia de endeudamiento también debe contar con un horizonte de planificación de la gestión de la deuda. Sin embargo, no todos los gestores de la deuda se refieren a este horizonte de planificación de forma explícita y en su lugar, definen el objetivo de reducir al mínimo los costos de servicio de la deuda en los niveles de riesgo aceptables. Esta diferencia aparentemente menor puede dar lugar a diferencias en las prácticas de gestión de la deuda. Minimizar los costos en cualquier punto en el tiempo es diferente que minimizar los costos en un horizonte de tiempo más largo. Lo que puede parecer rentable hoy en día puede resultar bastante costoso durante varios años. Es precisamente el reconocimiento de esta distinción que podría ayudar a mitigar el supuesto ‘dilema’ de reducir al mínimo los costos y contener los riesgos”.

De acuerdo al manual elaborado por (Banco Mundial & Fondo Monetario Internacional, 2009), presentan los principales enlaces de la Estrategia de Deuda

de Mediano Plazo (EDMP) y otras esferas de política clave; además, indican cómo se utiliza el análisis de costos y riesgos para reunir esta información y contribuir a la selección de la EDMP más adecuada:

a) **Con la planificación fiscal y sostenibilidad de la deuda *Ex ante*:** El nivel de deuda se determina principalmente a través del resultado fiscal. Por ello, es importante que la formulación de los planes generales de desarrollo económico y social incluyan análisis de sostenibilidad de deuda (ASD) que determinen la implicancia de un determinado monto y de la composición de la deuda. 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 ASD determinará si la política fiscal implícita en el MFMP, y el nivel de deuda asociado, es sostenible a largo plazo. 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 independiente 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.

b) **Con 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. Ya sea porque, 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. O que por otro lado, 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 propia. El consiguiente aumento en los déficits cuasi-fiscales 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.

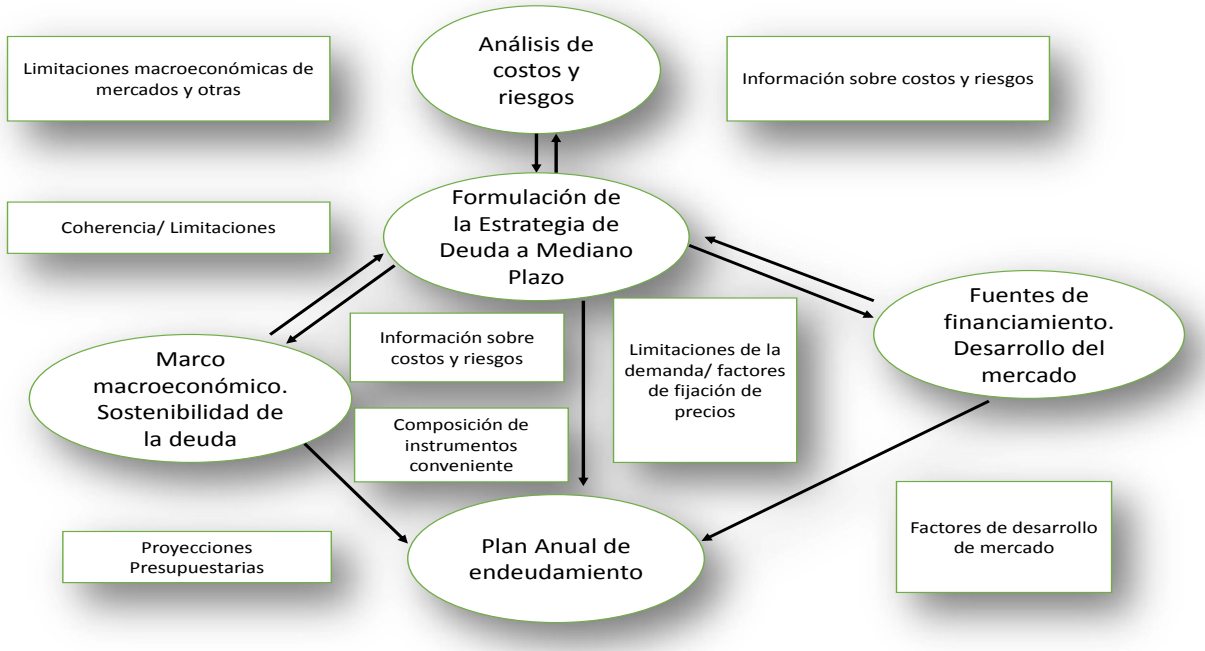
c) **Con la política cambiaria y balanza de pagos:** La política cambiaria y la evolución prevista de la balanza de pagos y las consiguientes variaciones en el tipo de cambio real pueden tener consecuencias en la EDMP. Ya que, si se prevé una tendencia descendiente del tipo de cambio, es posible que 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.

d) **Con desarrollo de los mercados de deuda interna:** A menudo, la alternativa entre solicitar fondos internamente o en el exterior estará limitada por el nivel de desarrollo del mercado de deuda interna 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.

e) **Con el plan anual de endeudamiento:** Debe prepararse un plan anual de endeudamiento en consonancia con la EDMP y teniendo en cuenta la volatilidad subyacente de los flujos de efectivo del gobierno. El plan anual de endeudamiento ayuda a poner en práctica la EDMP. Las características específicas de las proporciones y el marco temporal de los nuevos préstamos 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 anual de endeudamiento será la calidad y la solidez de la gestión del efectivo y las previsiones conexas del gobierno.

Ilustración 3: Principales enlaces de la Estrategia de Deuda a Mediano Plazo



Fuente: Banco Mundial & Fondo Monetario Internacional; "Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo"; 2009.

Para la formulación de la estrategia de deuda a mediano plazo, de acuerdo a las recomendaciones de (Banco Mundial & Fondo Monetario Internacional, 2009), se deben seguir los siguientes pasos:

1) Identificar los objetivos de gestión de la deuda pública y el alcance de la Estrategia de Mediano Plazo.
2) Identificar la actual estrategia de gestión de la deuda y analizar los costos y riesgos de la deuda existente.
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.
9) 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 la mencionada estrategia. Posteriormente, el gestor de la deuda debería preparar un plan anual de endeudamiento que sea coherente con la EDMP.

5. Riesgos asociados al manejo de la deuda pública

Tratar de cuantificar los posibles riesgos, es muy importante en la administración de la deuda, más aún si consideramos que el objetivo de la política de administración de la deuda pública deberá velar por la menor exposición a posibles riesgos, ya que estos riesgos generalmente se traducen en costos.

Según (Leong, 1999), en particular existen costos y/o riesgos que pueden ser minimizados. Hasta ahora la literatura no nos proporciona suficiente orientación sobre la mejor manera de avanzar de estructurar el portafolio óptimo. Sin embargo, pone de relieve algunas áreas:

La exposición de riesgo más apropiada: Los gestores de deuda han tendido a concentrarse en minimizar variaciones inesperadas en el costo del servicio de la deuda, así como el riesgo de refinanciamiento. Esto entra en conflicto con la literatura de imposición óptima, que busca la estructura de la deuda que ayuda a minimizar los cambios inesperados en los impuestos. Los dos enfoques son propensos a dar lugar a diferentes recomendaciones para el portafolio óptimo de minimización de riesgos.

El impacto de la crisis económica sobre las finanzas públicas: Esto permitiría una evaluación de los costos relativos de las diferentes carteras en escenarios alternativos.

El mercado de bonos: Por ejemplo, sería útil para cuantificar los beneficios de la liquidez y del *benchmark* de los bonos. Lo ideal para cualquier valor de deuda que debemos ser capaces de formar una evaluación de los beneficios potenciales de reducir los costos de servicio de la deuda, en relación al posible aumento en el riesgo para las finanzas públicas.

Costos de transacción involucrados en el cambio de la cartera: Si los costos de cambio de la composición de la cartera (que no sea a través de nuevas emisiones para reemplazar vencimientos de deuda) son grandes, la estructura actual de la cartera es en gran medida y será históricamente óptima. Sin embargo, si estos costos de transacción son bajos, entonces el gobierno tiene potencialmente mayor flexibilidad en la determinación de la cartera. Este aspecto es probable que sea relevante en la ponderación de los costos y beneficios de trasladarse a las carteras de deuda alternativas. Explorando estas áreas debería ayudar a crear una mejor comprensión de los costos y beneficios de las diferentes estructuras de cartera, tales como una mayor proporción de la deuda indexada, o si hay algún beneficio en la focalización de duración determinada para la cartera. A su vez, esto debería ayudar a mejorar nuestra comprensión de lo que podría constituir una cartera "óptima".
Según (Leong, 1999) estos modelos ayudan a distinguir una función especial para la gestión de la deuda, que se centra por completo en la minimización de los riesgos. La gestión de la deuda puede utilizarlas como cobertura frente a *shocks* exógenos a las finanzas públicas, para evitar cambios inesperados en los impuestos, en las tasas de interés, tipo de cambio, etc.
Por otra parte, será importante dar señales al mercado para que se pueda distinguir si la deuda estaría orientada a cubrir gasto corriente y no a proyectos de inversión.
A pesar de que los gobiernos tengan acceso a diferentes carteras con distintas características de riesgo, la mayoría de los gobiernos no debiese emitir deuda pública contingente. La existencia de rentabilidad sobre deuda contingente en los resultados del gasto público crearía un fuerte incentivo para que el gobierno gaste demasiado constantemente, siendo poco probable que ningún gobierno sea capaz de encontrar un comprador para dichos bonos a un precio razonable.

6. Organización de la oficina de deuda pública

La oficina de deuda pública, será entendida como aquella entidad pública encargada del manejo de la deuda. Será una institución que centralice todos los temas relacionados al ciclo de endeudamiento público.

En teoría, las obligaciones de una oficina de deuda son sencillamente las que se le asignan en las leyes y los reglamentos vigentes sobre las políticas de

endeudamiento público. Todo prestatario soberano debe contar con esas leyes y reglamentos. Sin embargo, la aplicación a menudo no es tan fácil. En el proceso de gestión de la deuda suelen participar varias instituciones y, según los puntos fuertes o las fallas de las distintas dependencias, no es raro encontrar una oficina de la deuda en una institución que no tiene el mandato correspondiente.

Es más, según (Cosio-Pascal & Borresen, 2002) “el papel de una oficina de la deuda no es estático. A medida que un país progresa como prestatario, el papel de la oficina de la deuda cambia, y su forma de organización debe ajustarse en consecuencia. Los prestatarios soberanos pueden entrar en diferentes categorías, y cada una tiene sus propios requerimientos específicos para la ejecución de las funciones de gestión de la deuda”.

En relación al tema, según (Golebiowski & Marchewka-Bartkowiak, 2011) se conocen tres tipos de modelos institucionales de la administración de la deuda, explicados por el siguiente esquema:

Tabla 1: Modelos institucionales de administración de deuda pública

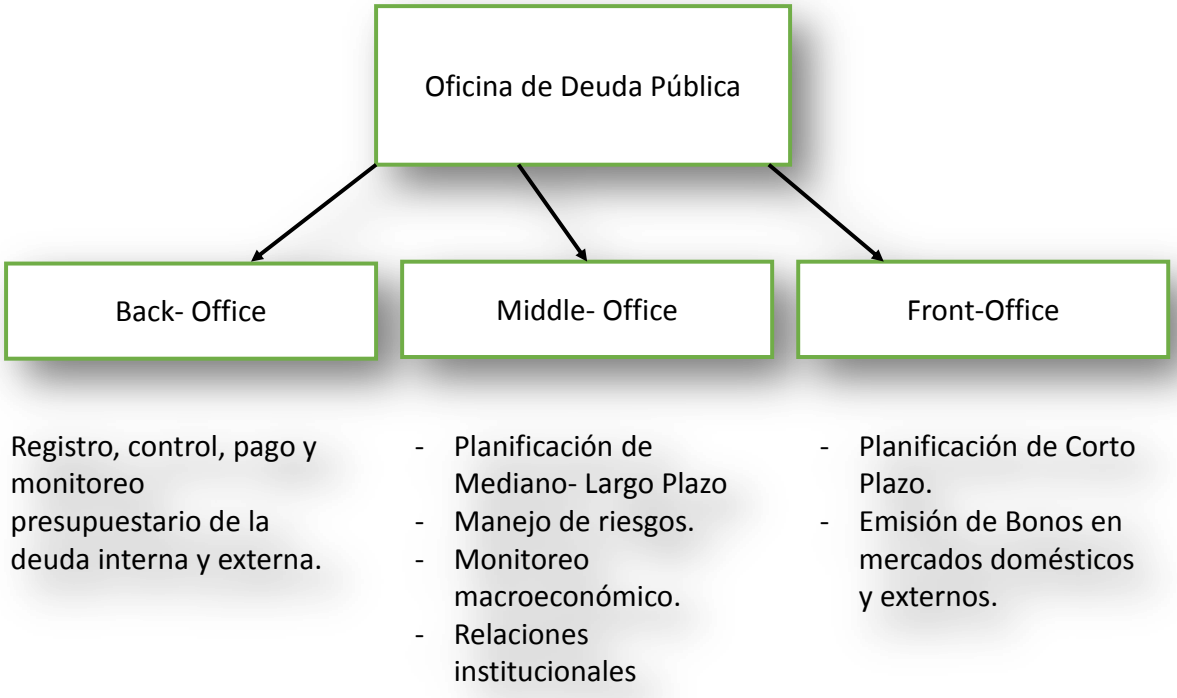
Modelo	Características
Modelo Ministerial	• Las funciones de manejo de la deuda se realizan en un departamento de un Ministerio de Gobierno. • Los objetivos están relacionados con la política presupuestaria • Posible conflicto de objetivos
Modelo Banco	• El departamento de administración de deuda pública esta dentro de la Estructura del Banco Central • La administración de la deuda pública (objetivos, estrategia y operaciones) se subordina obedeciendo a la política monetaria. • Posible conflicto de objetivos
Modelo Agencia	• Las funciones de administración de deuda publica se concentran en una institución independiente. • Altos niveles de transparencia operacional y de políticas de divulgación de información. • Los objetivos operativos y la estrategia de endeudamiento público son aprobados por el Ministerio. • Posible problema Agente- Principal.

Fuente: Golebiowski & Marchewka-Bartkowiak; “Governance Of The Public Debt Management Agency In Selected OECD Countries”; 2011.

La tipificación anterior de los distintos modelos institucionales de administración de deuda pública, es importante ya que nos ayuda a ver lo señalado anteriormente en relación a la independencia de la gestión de la deuda de las políticas fiscales y monetarias. Por lo tanto vemos que el modelo de agencia tiene a su favor grados de libertad frente a los objetivos que buscan las autoridades monetarias y fiscales de un país.

Las oficinas de deuda pública independientemente del modelo que sigan, deben organizarse de la siguiente manera, según el esquema planteado por (Tesouro Nacional, The process of federal public strategic planning, 2011).

Ilustración 4: Organización de la oficina de deuda pública



Fuente: Tesouro Nacional; "The process of federal public strategic planning"; 2011.

Front Office **(FO) –Unidad de manejo de portafolio:** Es responsable del análisis y eficiente ejecución de todas las operaciones de la cartera, en consonancia con la política de gestión de la deuda y la estrategia. El grado de sofisticación de sus funciones dependerá en gran medida de los tipos de fondos disponibles para ese país en particular. Normalmente habrá una curva de aprendizaje ya que los países previamente partirán de fuentes oficiales (concesionales y no concesionales multilaterales y bilaterales) a una financiación más basada en el mercado, tanto nacional como internacional. El FO también pueden estar involucrado en las operaciones de *roll-over* de los gobiernos sub-nacionales y se extienden las garantías de diversos tipos a otras entidades del gobierno y/o el sector privado. En algunos países también puede estar implicado en la ejecución de las operaciones de gestión de efectivo.

Las funciones del *Front-Office* generalmente son:

- Diseñar y ejecutar las transacciones de endeudamiento, tanto a partir de fuentes internas como externas de financiación. Esto puede implicar un análisis de propuestas financieras que compiten a través de diferentes monedas, mercados, vencimientos y estructuras de transacción. Los pasos pueden incluir la evaluación, negociación, fijación de precios, el lanzamiento de la emisión de bonos/contratación de préstamos, y el seguimiento posterior del mercado.

- Diseñar y ejecutar la negociación y la cobertura de las transacciones, para vincular la cartera de la deuda a los objetivos estratégicos de la gestión de la deuda o hacer *benchmarking* (por ejemplo, incluyendo recompra de la deuda. *Swaps* de tasa de interés y de divisas, etc.).
- Monitorear continuamente y presentación de informes sobre las condiciones del mercado, incluyendo el análisis de su potencial base de inversores, tanto nacionales como internacionales
- Relacionamiento con los inversores, posiblemente con domésticos e internacionales
- Invertir los excedentes de liquidez en moneda extranjera y el exceso de saldos de efectivo asociados con la gestión de tesorería del departamento diario del gobierno (en los países donde la oficina de deuda pública es responsable de la gestión de tesorería).
- Analizar las proyecciones de las necesidades de financiación (en colaboración con la oficina central y el tesoro/unidad fiscal) y dar entrada en las implicaciones para una estrategia de endeudamiento público.
- Ofrecer asesoramiento sobre iniciativas de política del gobierno para fomentar el desarrollo de los mercados de deuda pública primaria y secundaria.
- Ofrecer asesoramiento sobre las posibles reacciones del mercado a la nueva información fiscal.
- Evaluar solicitudes de financiación de las entidades subnacionales (en asociación con el *Middle Office*), el cual se derivarían o no en una autorización desde la oficina de deuda pública para la contratación de un nuevo empréstito.
- Evaluar el costo posible (*pricing*) de los pasivos contingentes tales como las garantías de, por ejemplo, el gobierno central.

***Middle-Office*:** La atribución central del *Middle-Office* es el diseño de una estrategia de deuda pública, que será autorizado por las autoridades gubernamentales de alto nivel, que implicará un modelo riesgo/costo y un análisis de restricciones macroeconómicas y de mercado. Otra función importante, pero más operativa es el seguimiento y cumplimiento de los objetivos trazados en la estrategia de deuda pública. En aquellos países en los que la oficina de deuda pública participa en la gestión del efectivo, *el Middle-Office* participará en proponer una estrategia para la gestión de la cartera de los excedentes de caja.

Las funciones de *Middle-Office* (MO) por lo general incluyen:

- Modelos de riesgo de la cartera de deuda agregada (análisis de escenarios principio determinista y simulaciones posteriormente estocásticos).
- Análisis de las posibles limitaciones en la gestión de carteras de deuda (macroeconómica, mercados financieros, etc.) y su influencia en la estrategia de deuda.

- Formulación de estrategia de deuda y el diseño de los objetivos estratégicos y/o puntos de referencia.
- Asesorar al ministro de hacienda, en la administración de la estrategia de deuda, tanto en el diseño y el seguimiento de la ejecución.

Back-Office: La principal ocupación del *Back-Office* es operacional, se involucra con confirmaciones de las transacciones, asentamientos, las conciliaciones y pagos, así como llevar un registro de los nuevos contratos, desembolsos, pagos, reestructuración de la deuda y de préstamos relacionados. En algunos países, la oficina de deuda puede tener un registro de la deuda de las entidades subnacionales.

Las responsabilidades típicas de *Back-Office* son:

- Confirmar las transacciones ejecutadas por el *Front-Office.*
- Verificar las contrapartes.
- Operar las transacciones una vez que fueron confirmadas.
- Conciliar cuentas con los bancos, para que la otra parte este de acuerdo con los registros propios de la oficina de deuda.
- Emitir y recibir solicitudes de pago a las contrapartes.

7. Indicadores de sostenibilidad de deuda pública

De acuerdo a (Crispi & Vega, 2003) diversos factores de política han promovido en las últimas décadas el diseño y utilización de indicadores de sostenibilidad fiscal. El gran peso del servicio de la deuda en el presupuesto de algunos países, sumado a la operación de presiones seculares sobre el gasto, dificultaron los ajustes fiscales basados exclusivamente en medidas discrecionales de política, con lo que la deuda pública y el pago de intereses asociados comenzó a constituirse en un problema estructural en países con persistentes déficit.

Los países de la Comunidad Andina de Naciones (CAN) adoptaron metas de largo plazo para el déficit fiscal y la relación deuda externa/PIB. Estudios recientes sobre el tema, tanto de la CAN como del Fondo Latinoamericano de Reservas, señalan la necesidad de incorporar un indicador fiscal estructural para la definición de metas de mediano plazo (Mora, 2000); (Stark, 2000).También debe destacarse que los países miembros del Mercado Común del Sur (MERCOSUR) trabajaron en la obtención de estadísticas fiscales uniformes y establecieron algunas metas sobre la deuda neta del sector público.

En esta línea (Blanchard, 1990), en un trabajo preparado para la OECD, propone un indicador de política fiscal centrado en el concepto de sostenibilidad. Esta se define como la consistencia de la política fiscal vigente con la mantención de un cociente constante de deuda/PIB. De acuerdo a este análisis según (Marcel , Tokman, Benavides, & Valdes, 2001) no basta con considerar el actual componente de política fiscal en el resultado fiscal, sino

además tres factores adicionales: (i) los compromisos futuros de gasto, expresados anualmente en el componente inercial del presupuesto; (ii) el efecto de los factores exógenos o transitorios sobre la acumulación de deuda pública; y (iii) los compromisos que surgen directamente del endeudamiento, en particular los intereses sobre la deuda pública.

Dado que las decisiones fiscales presentes imponen compromisos de largo plazo, los indicadores de sostenibilidad fiscal buscan dar cuenta de aspectos intertemporales de las finanzas públicas, apoyados en información disponible año a año. A través de los balances fiscales se establece la vinculación entre los agregados fiscales de un año y otro, y entre estos y las variables de *stock*. La deuda pública neta representa así la acumulación de déficits fiscales pasados y los balances presupuestarios futuros incorporan como gasto el pago de intereses por la deuda pública resultante. Así, desequilibrios fiscales sistemáticos se traducirán en presiones futuras de gasto en intereses, los que contribuirán, a su vez, a la acumulación de nueva deuda (Crispi & Vega, 2003).

Finalmente mencionaremos los principales indicadores de deuda pública, que de acuerdo a su naturaleza pueden ser agrupados por sostenibilidad y flexibilidad.

Indicadores de sostenibilidad

1. Deuda / PIB (%)

2. Deuda / Reservas internacionales netas (%)

3. Endeudamiento neto/ Balance presupuestario (%)

4. Endeudamiento neto / Balance primario (%)

5. Endeudamiento neto / Inversión (%)

6. Balance presupuestario / PIB (%)

7. Balance primario / PIB (%)

Indicadores de flexibilidad

8. Tasa de interés promedio ponderada (%)

9. Plazo promedio ponderado (años)

10. Intereses / Ingresos fiscales ordinarios (%)

11. Intereses / Ahorro interno (%)

12. Servicio de la deuda / Ingresos fiscales ordinarios (%)

13. Servicio de la deuda / Ahorro interno (%)

14. Intereses / Balance primario (%)

8. Reglas fiscales para el nivel nacional

En un sentido más estricto, y delimitando el concepto de regla fiscal al que mejor representa la experiencia internacional, se entiende aquella restricción constitucional o legislativa en la política fiscal que especifica algún tipo de límite en las variables fiscales, tales como saldo presupuestario, deuda, gasto o impuestos, y que se aprueba normalmente junto a una regulación del procedimiento de elaboración, discusión parlamentaria, ejecución y control del presupuesto (García Serrador, 2004).

Por otro lado, también se argumenta para el establecimiento de reglas fiscales, la equidad intergeneracional, de manera que las anteriores sirvan para contener el gasto corriente y no financiarlo mediante deuda, cuyo pago tendrían que efectuar las generaciones venideras. Esto justifica la existencia de normas como la "regla de oro", que solo permite financiar gastos en inversión, ya que también tendrán efectos positivos en las generaciones futuras. Con las reglas fiscales se pretende evitar la discrecionalidad, de forma que las mismas sirvan de ancla para las actuaciones de las autoridades fiscales. De esta manera se previene el problema de la inconsistencia temporal y se produciría una mejora en la formación de las expectativas de los agentes económicos (García Serrador, 2004)

Según (Aguilar, Arana, & Quiroga, 2001) "Bolivia participa en las reuniones del MERCOSUR como estado asociado y es miembro de la CAN. En este contexto, el balance fiscal macroeconómicamente ajustado (o una variante del mismo) puede convertirse en un instrumento para la negociación de metas fiscales en estos ámbitos. Asimismo, el sector público boliviano puede estudiar la pertinencia de adoptar reglas fiscales que aíslen los efectos de corto plazo ciertas variables macroeconómicas relevantes en las cuentas fiscales. Este indicador permite tener una visión más real de la política fiscal para evaluar su situación de mediano plazo.

Las reglas fiscales pueden clasificarse atendiendo a dos posibles criterios: por un lado, en función del tipo de límite que se imponga a las autoridades fiscales y, por otro lado, a partir del indicador fiscal considerado. Atendiendo al primer criterio, se pueden distinguir entre reglas cuantitativas y reglas de procedimiento.

Las primeras hacen referencia a todas aquellas restricciones que especifican algún límite cuantitativo al indicador fiscal elegido, como por ejemplo el límite que impone el PEC sobre el déficit o el nivel de deuda (García Serrador, 2004).

Por otra parte, las reglas de procedimiento son las que establecen cómo llevar a cabo determinados procesos, como por ejemplo aquellas que determinan cuál es el procedimiento a seguir en el proceso presupuestario, las que refuerzan la transparencia, o las que regulan la aplicación de la política presupuestaria.

El segundo de los criterios, es decir, la elección del indicador fiscal, permite diferenciar entre reglas sobre el déficit, reglas sobre el nivel de deuda y reglas sobre el gasto público (Hemming & Kell, 2001), independientemente de que las mismas establezcan límites cuantitativos o cualitativos.

Estas reglas presentan la doble ventaja de que son fáciles de aplicar y de explicar a los agentes económicos, pero también presentan inconvenientes. En primer lugar, este tipo de reglas no corrige las tendencias de gasto excesivo que se pueden llevar a cabo en un determinado país (ya que los mayores gastos pueden ser cubiertos con un incremento de los ingresos impositivos). En segundo lugar, la falta de flexibilidad (Alesina & Perotti, 1999) puede hacer que sean inconsistentes con la utilización de la política fiscal para estabilizar la economía, debido a que tienden a ser pro-cíclicas. Por este motivo, recientemente muchos países aplican estas reglas a lo largo del ciclo económico, de manera que permiten el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Este incremento en la flexibilidad puede repercutir en que las reglas sean menos claras (hay que definir el ciclo e identificar en qué fase se encuentra la economía), reduciendo la credibilidad y la aplicabilidad de las mismas. El *trade-off* entre flexibilidad y credibilidad se puede corregir incrementando la transparencia y haciendo estimaciones prudentes del crecimiento potencial. El último problema que presentan estas reglas se refiere al riesgo de la utilización de la contabilidad creativa u otras prácticas que reduzcan la transparencia, aunque una forma de corregirlo es establecer una serie de normas sobre contabilidad y clasificaciones estándar de las partidas de las cuentas nacionales.

En el nivel central del gobierno, según la teoría, pueden existir varios marcos fiscales que se imponen para dar cumplimiento a las reglas fiscales. De esta manera es que plantean (Annett & Jaeger, 2004) el siguiente esquema:

Ilustración 5: La cuadricula fiscal

Disciplina fiscal a mediano plazo

Flexibilidad fiscal a mediano plazo		**SI**	**NO**
	SI	A. Marco Fiscal ideal	B. Marco fiscal anticíclico pero sin ancla.
	NO	C. Marco fiscal procíclico demasiado rígido.	**D**: Marco fiscal deficiente; desvío de políticas.

Fuente: Annet & Jaeger; ¿Contribuirá el Pacto de Estabilidad y Crecimiento a equilibrar la disciplina con la flexibilidad fiscal?; 2004.

El cuadrante superior izquierdo (A) es el “nirvana fiscal” (Annett & Jaeger, 2004), el más preciado por los artífices de la política fiscal, que ofrece disciplina a mediano plazo y flexibilidad a corto plazo. El inferior derecho (D) es el peor: falta de disciplina y de flexibilidad. Los otros dos están en el medio: (C)

ilustra el caso probablemente bastante común de un marco que brinda disciplina fiscal pero sin ayudar a estabilizar la economía.
Generalmente, los marcos fiscales se dicen que son pro-cíclicos ya que en épocas buenas, existirá un espacio mayor para que los gobiernos se conviertan en más "gastadores" con tal de cumplir con dicho marco fiscal, incluso podrían tentarse a incrementar su deuda para realizar mayores proyectos, considerando que gozan de una buena coyuntura económica. En cambio en situaciones más críticas reducirían fuertemente sus gastos y asumirían cada vez menos deuda pública. Es por ello que se debe tratar de apuntar a una mayor flexibilidad, esto significa que tanto en materia fiscal como en el manejo de deuda pública se cuenten con respuestas rápidas que no tiendan a convertir la disciplina fiscal en un estancamiento o en una rigidez pro-cíclica.
En cuanto al segundo tipo de reglas, las reglas sobre el nivel de deuda, el ejemplo más claro es el de la Unión Europea, que estableció el objetivo de la deuda pública en el 60 % del PIB, o el Reino Unido con la regla de la inversión sostenible, que requiere que la deuda neta se mantenga estable y en un nivel prudente a lo largo del ciclo, definiendo este nivel prudente como el 40 % del PIB. El problema de estas reglas consiste, lógicamente, en determinar el nivel óptimo de deuda. Por lo tanto, la reducción de la deuda no responde tanto al objetivo de alcanzar el nivel óptimo como a razones de sostenibilidad de la deuda y a la necesidad de conseguir una menor prima de riesgo sobre los tipos de interés (Hemming & Kell, 2001).

a) **Reglas fiscales en la UE:** En el Tratado de Maastricht (TM) se establecen objetivos sobre el tamaño de la deuda y del déficit público, así como las obligaciones a las que están sometidos los países miembros con el fin de mantener unas cuentas públicas saneadas. En el TM se manifiesta que los estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán con el resto en el seno del consejo, el cuál por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la comisión, elaborará un proyecto de orientaciones generales para las políticas económicas de los estados miembros y presentará un informe al respecto al Consejo Europeo. Este último debatirá unas conclusiones sobre las orientaciones generales de las políticas económicas de los estados miembros y con arreglo a dichas conclusiones, el Consejo, por mayoría cualificada, adoptará una recomendación en la que establecerá dichas orientaciones generales, informando de la misma al Parlamento Europeo.
   En el artículo 104, quedan recogidas las normas fiscales, ya que pretende que los estados miembros eviten los déficits públicos excesivos, por lo que la comisión supervisará la evolución de la situación presupuestaria y del nivel de endeudamiento público, examinando la observancia de la disciplina presupuestaria atendiendo a dos criterios:
      1. Si la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto sobrepasa un valor de referencia, a menos: - que la proporción haya descendido sustancial y continuadamente y llegado

a un nivel que se aproxime al valor de referencia. - que el valor de referencia se sobrepase solo excepcional y temporalmente, y la proporción se mantenga cercana al valor de referencia.

2. Si la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto supera el umbral de referencia, a menos que la proporción disminuya suficientemente y se aproxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia. Los valores de referencia a que se refiere el artículo 104 son el 3 % para el déficit y el 60 % para el nivel de deuda. Si un estado miembro no cumpliere los requisitos de uno de estos criterios o de ambos, la comisión elaborará un informe, en el que también se tendrá en cuenta si el déficit público supera los gastos públicos de inversión, así como todos los demás factores pertinentes, incluida la situación económica y presupuestaria a medio plazo. También puede elaborar un informe cuando considere que, aun cumpliéndose los criterios, existe riesgo de un déficit excesivo. Si el país al que se le han hecho las recomendaciones no las lleva a cabo, el Consejo podrá decidir que se formule una advertencia al país para que adopte en un plazo determinado las medidas dirigidas a la reducción del déficit que el Consejo considere necesaria para poner remedio a la situación. En caso de que el estado siga manteniendo un déficit excesivo, se aplicará el procedimiento de déficit excesivo contemplado en el Tratado.

b) Comunidad Andina de Naciones: La Secretaría General de la CAN, a fin de lograr la convergencia fiscal entre los países miembros y propiciar, en este forma, la estabilidad financiera y la profundización de la integración en el mediano plazo, ha establecido una propuesta sencilla y práctica consistente en establecer metas anuales de déficit primario del gobierno central (o del sector público no financiero, SPNF), en caso de poderse homogenizar las estadísticas básicas de deuda y de los flujos de ingresos y gastos para ese sector), que permitan reducir el saldo de la deuda, como proporción del PIB, en un cierto porcentaje cada año, hasta alcanzar un determinado nivel objetivo.

La razón de ser de esa propuesta radica en que los altos niveles de deuda generan una externalidad negativa para todos los países de una misma región, la cual afecta la actividad económica por la vía de mayores costos de financiamiento externo y/o de menor disponibilidad del mismo. De otra parte, la evolución de la deuda determina, efectivamente, el grado de discrecionalidad que puede tener la política fiscal y, por lo tanto, su efecto sobre el crecimiento.

La idea consiste en lograr la meta hipotética del 50 % (Deuda/PIB), como el nivel de déficit primario consistente con las reducciones anuales del 2 %.

9. Indicadores para el endeudamiento subnacional

El desarrollo de marcos regulatorios para gobiernos subnacionales es, en la mayoría de los casos, el resultado de crisis experimentadas durante las últimas

dos décadas. Muchos países, habiendo experimentado crisis fiscales y de deuda a nivel de sus gobiernos subnacionales han desarrollado mecanismos de control de la gestión fiscal y financiera, como es el caso de Brasil, Colombia, México, y varios otros países en América Latina y el mundo. No obstante, en otro países, como es el caso de Bolivia, el marco regulatorio fue introducido con el objetivo de prevenir crisis en las finanzas subnacionales. (Coronado, Sostenibilidad de las Finanzas en los Gobiernos Subnacionales, 2009).

El efecto macroeconómico de las finanzas de los gobiernos subnacionales sobre las economías puede ser importante. El nivel de demanda agregada puede tener un fuerte impulso derivado de un incremento en el nivel de gastos de los gobierno subnacionales, y también impactar la balanza de pagos, a través de un mayor volumen de importaciones de bienes de capital, por citar un ejemplo. Incluso si el nivel general de gastos de los gobiernos subnacionales está limitado por topes a su capacidad de recaudar impuestos y endeudamiento, la modificación de la composición de sus gastos por ejemplo, una mayor utilización de partidas que tienen efectos multiplicadores relativamente fuertes, como las obras públicas o las transferencias a individuos con elevada propensión al consumo, puede dar un fuerte impulso a la demanda agregada (Coronado, Sostenibilidad de las Finanzas en los Gobiernos Subnacionales, 2009).

Así como las finanzas de gobiernos subnacionales bajo condiciones de equilibrio impactan la macroeconomía, desequilibrios en las finanzas subnacionales pueden llegar a ser muy costosos para el gobierno nacional (por ejemplo, *bailouts* –rescates–), y por ende el bienestar de la sociedad. Por ejemplo, si un déficit considerable y recurrente de los gobiernos subnacionales es financiado con recursos externos o mediante crédito bancario interno, la conducción de la política monetaria puede verse entorpecida, e incluso si no se financia mediante expansión monetaria, puede tener un efecto de "desplazamiento" del sector privado (Coronado, Sostenibilidad de las Finanzas en los Gobiernos Subnacionales, 2009).

El establecimiento de controles a la gestión fiscal y financiera, donde el endeudamiento es sin duda un elemento fundamental, puede entonces entenderse mejor desde un punto de vista macroeconómico y de bienestar de la sociedad (Coronado, Sostenibilidad de las Finanzas en los Gobiernos Subnacionales, 2009).

Según la (CEPAL, 2013) debiese existir una orientación estratégica de continuar fortaleciendo la institucionalidad responsable de la tributación subnacional, lo que ya se ha reflejado en avances significativos de las administraciones tributarias en numerosos países de la región. Ello tendría que ser parte de un fortalecimiento de la tributación como base del gasto corriente, asegurando que los gobiernos subnacionales generen su propia capacidad de recaudación y se limite su endeudamiento excesivo.

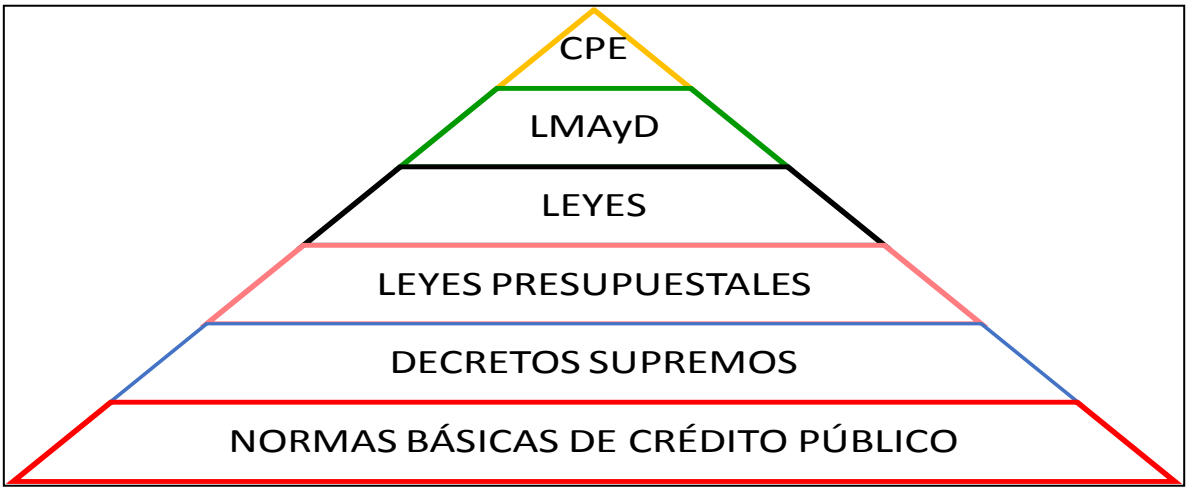
CAPITULO II: LA GESTIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN BOLIVIA

1. Aspectos institucionales

La gestión de la deuda, está organizada en un marco institucional, entendido como el conjunto de normas que regulan el comportamiento humano, dentro de las cuales desarrollaremos las instituciones formales (North, 1991).

La siguiente ilustración replica lo que en derecho se conoce como pirámide de Kelsen y nos ayuda a considerar la prevalencia de una ley sobre la otra.

Ilustración 6: Ordenamiento jurídico de la deuda pública



Fuente: Elaboración propia en base a la normativa vigente.

La Constitución Política del Estado (CPE), es conocida como la cúspide del ordenamiento jurídico de cada país. En materia de deuda pública es relevante considerarla debido a que en los artículos 158 y 322 se establecen que la Asamblea Legislativa Plurinacional, será la encargada de autorizar la contratación de deuda pública externa.

Considerando las nueva estructura jurídica boliviana, se tiene en un segundo nivel la Ley Marco de Autonomías y Descentralización “Andrés Ibáñez”, que en su artículo 108 establece que la deuda interna correspondiente a todas las entidades territoriales autónomas (ya sean departamentales, municipales, regionales, o indígena originaria campesina) deberán recurrir a la Asamblea Legislativa Plurinacional para contratar deuda externa a nombre del Estado Plurinacional de Bolivia. Por otra parte en materia de deuda interna, sostiene que las entidades territoriales autónomas (ETAS) deberán pedir autorización al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, de alguna manera reduciendo el problema principal-agente y precautelando la disciplina fiscal de las ETAS. Finalmente en su disposición transitoria quinta plantea: “…*La Asamblea*

Legislativa Plurinacional promulgará una ley de endeudamiento público, que establezca los principios, procesos y procedimientos para la contratación de créditos y la administración del endeudamiento público de todas las entidades públicas...". Es decir que se rige por el principio de descentralización operativa con centralización normativa, por lo que las ETAS se moverán en el marco de la Ley de Endeudamiento Pública (aún no promulgada).

En un nivel inferior, se encuentran las leyes generales, que no cuentan con el rango constitucional como las leyes orgánicas, pero que regulan las condiciones en que se realizan las operaciones de crédito público. En primer lugar es relevante la Ley N° 1178 de Administración y Control Gubernamental, que crea el subsistema de tesorería y crédito público, estableciendo sus alcances, etc. Otra ley importante es la N° 2042, que en su Capítulo II desarrolla el régimen presupuestario de la deuda pública, estableciendo reglas para la contratación de deuda de las ETAS.

Igualmente las leyes que autoricen la contratación de deuda, son parte del ordenamiento jurídico de deuda pública.

En las leyes presupuestales, que tienen vigencia para un periodo en especifico, se han incluido cláusulas para el repago de la deuda y de débito automático para el servicio de la deuda. También se han incluido prestamos que desembolsa el Banco Central de Bolivia a empresas públicas estratégicas, dejando sin efecto las restricciones puestas por la Ley N°1670 del Banco Central. Por otra parte, en las leyes presupuestales se han autorizado las dos emisiones de bonos soberanos.

Los decretos supremos, emitidos por el órgano ejecutivo y de menor rango, establecen aspectos procedimentales y sirven para que el Ministerio de Planificación del Desarrollo suscriba contratos de deuda pública externa.

En el ultimo nivel de la pirámide se encuentran las Normas Básicas de Crédito Público, que en el marco de la Ley N° 1178, permiten dar lineamientos a las entidades públicas, siendo tarea de ellas emitir un reglamento especifico que sea compatible con el ordenamiento jurídico vigente.

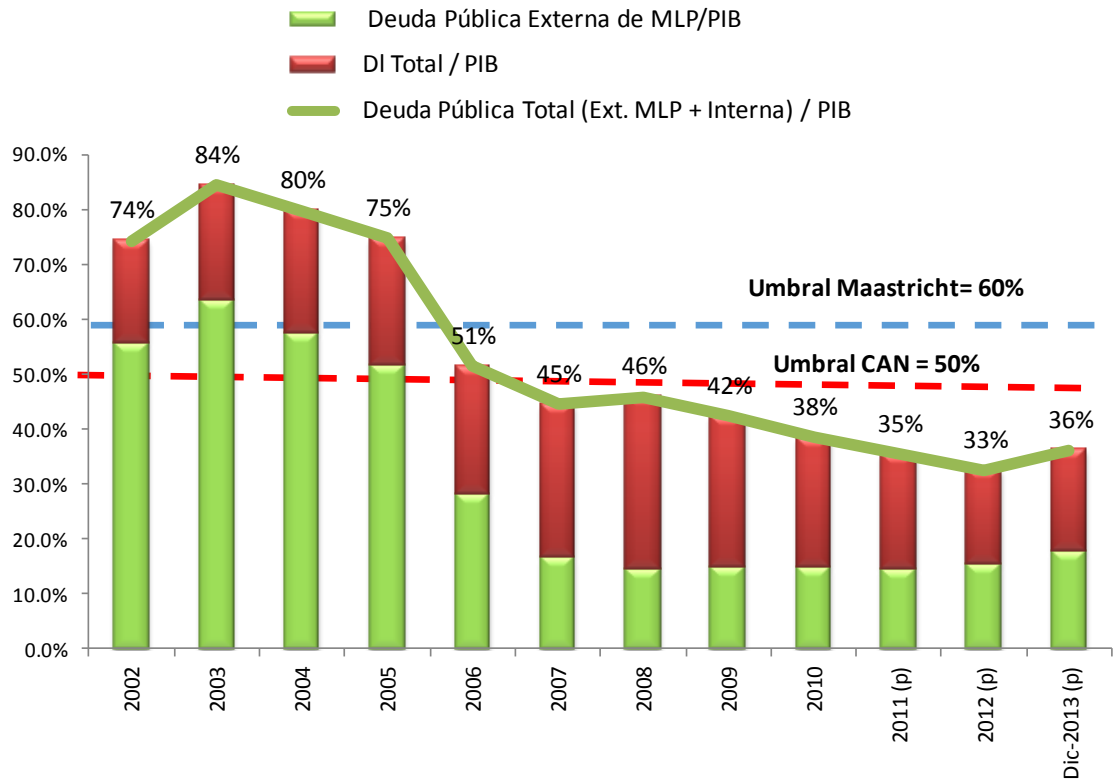
2. Gestión de la deuda

Actualmente, los indicadores de solvencia y liquidez de la deuda pública de Bolivia se encuentran por debajo de los umbrales de sostenibilidad lo que permite cierta holgura de endeudamiento.

Por otro lado, se han introducido instrumentos de deuda pública en los mercados financieros internacionales. Respecto a la deuda pública interna, el nuevo endeudamiento se lo realizó en moneda nacional.

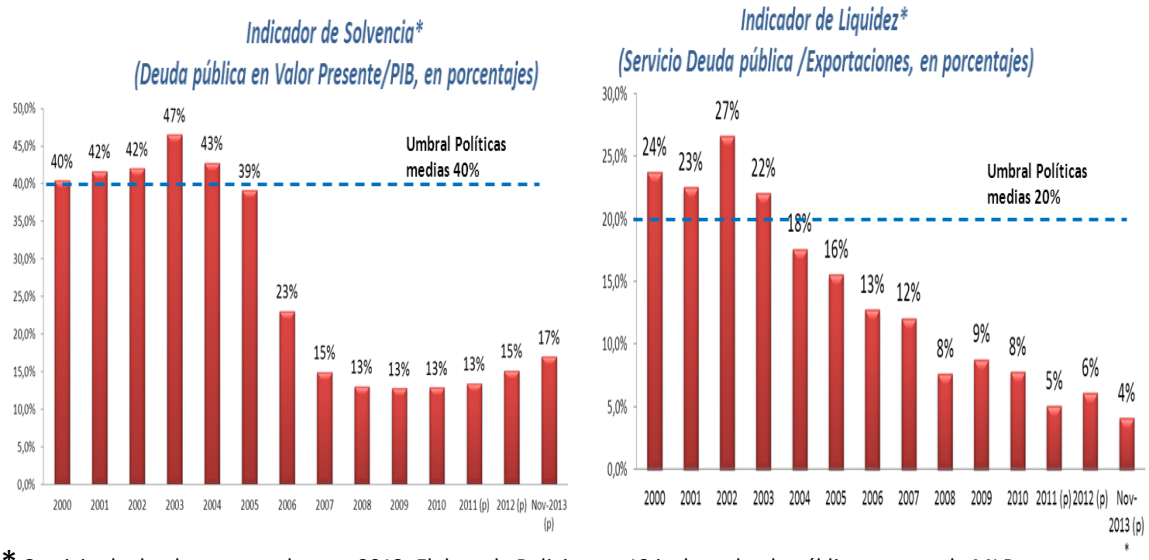
Debido a que Bolivia se encuentra en la etapa de post graduación HIPC y es un país de ingresos medios, el grado de concesionalidad de los créditos activos se redujo.

Gráfica 1: Indicador de solvencia de la deuda pública total - Deuda nominal/PIB



Fuente: Banco Central de Bolivia; 2013.

Gráfica 2: Indicadores de la deuda externa de Bolivia



* Servicio de deuda proyectado para 2013. El dato de Bolivia nov-13 incluye deuda pública externa de MLP.

Fuente: Banco Central de Bolivia; 2013

Con relación a la composición por tipo de deuda pública, en el periodo 2007 – 2010 la deuda proveniente de fuentes internas fue mayor a la de fuentes externas. Sin embargo, la situación se revirtió a partir de 2011, reduciéndose el saldo de la deuda interna hasta que, a fines de 2012, esta representó el 41 % del total, mientras el 59 % provino de deuda externa.

Respecto a la composición por moneda, la deuda en dólares y en moneda nacional fueron las que tuvieron más peso; a diciembre de 2012 la deuda en dólares llegó a 60 %, y, en moneda nacional, a 31 %. La deuda en moneda nacional a partir de 2005 fue la segunda en importancia y alcanzó su nivel máximo en 2010 (40 %).

Por otra parte, desde el año 2000 la deuda con tasa de interés fija ha incrementado su participación respecto al total y para 2012 se tiene la siguiente composición: 72 % tasa fija y 28 % tasa variable.

La siguiente tabla es un resumen de los principales componentes en la gestión de deuda vigente a diciembre 2012.

Tabla 2: Composición de la cartera de deuda pública de Bolivia

		2000	2005	2010	2011	2012
Composición por tipo de deuda	Externa	82,7	70,4	47,8	52,1	58,8
	Interna	17,3	29,6	52,2	47,9	41,2
	Exento	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1
Composición por tipo de interés	Fija	85,0	79,7	76,2	75,5	71,9
	Variable	14,3	20,1	23,6	24,3	27,9
Composición por tipo de moneda	Dólar	49,4	60,7	52,0	55,1	60,2
	Otras Monedas Extranjeras	47,9	25,9	8,1	8,5	8,3
	Moneda Local	2,8	13,4	39,9	36,4	31,4
Composición por tipo de fuente	Multilateral	57,1	64,3	35,8	38,1	41,7
	Bilateral	25,4	6,1	12,0	14,0	10,2
	Bonos Ext	0,0	0,0	0,0	0,0	6,9
	Letras	11,4	26,6	50,2	46,0	39,5
	Bonos Int	3,2	1,2	0,0	0,0	0,0
	Otros Ext e Int	2,9	1,8	2,0	1,9	1,8
Composición por plazo	MyLP	96,8	98,7	97,4	98,7	98,8
	CP	3,2	1,3	2,6	1,3	1,2
Vida Media	Externa	16,6	19,6	22,1	22,1	20,6

Fuente: Banco Central de Bolivia; 2013

En lo referente a los resultados que genera la plantilla, tanto en indicadores de solvencia como en indicadores de costo y riesgo de la deuda actual (tabla 3), se puede señalar lo siguiente:

i. En lo que concierne a los indicadores de solvencia de la deuda externa con relación al PIB (15,2 %), interna (10,6 %) y total (36 %), estos reflejan ratios por debajo de los umbrales establecidos por organismos internacionales, lo que nos muestra que a diciembre de 2012 la deuda se encuentra en niveles sostenibles y con un buen margen para acceder a nuevos créditos.

ii. En lo relativo al costo, se observa que la deuda de origen interno tiene un costo mayor debido a que la **tasa implícita** llega a 6 %; en cambio, la tasa de la deuda externa llega a 2,1 % (esta tasa considera la emisión de bonos soberanos en 2012).

iii. Por otra parte, el **tiempo promedio de maduración** (Indicador ATM; *Average Time Maturity*) de la deuda externa es de 10,6 años, mientras que de la deuda interna es de 8,9 años (este indicador muestra cuánto tiempo en promedio se requiere, para renovar la cartera de deuda; un acortamiento de este indicador señala que la cartera se renueva con más frecuencia, y por tanto, está más expuesta al refinanciamiento).

iv. Otro indicador se refiere a la proporción del saldo de la deuda que vence en un año, el cual muestra la exposición bruta al riesgo de refinanciamiento. Para el caso de la deuda externa este indicador asciende a 4,4 % y para la deuda interna a 14,2 %, es decir que la deuda interna presentaría una mayor exposición al riesgo de refinanciamiento.

v. Respecto al indicador de riesgo de la tasa de interés, se analiza el referido al tipo de interés de la deuda (tasa fija o tasa variable). En este caso, la deuda que presentaría un mayor riesgo es la de origen externo, ya que el

porcentaje con tasa fija llega a 48,6 %; en cambio, el porcentaje de la deuda interna con tasa fija es de 100 %.

vi. Asimismo, el indicador ATR (*Average Time Rate*), que es el tiempo promedio ponderado hasta que todos los pagos del principal de la cartera de deuda queden sujetos a una nueva tasa de interés, es de 8,9 años para la deuda interna y para la deuda externa, 7,0 años (menos años significa mayor riesgo).

vii. Por otro lado, la proporción de la deuda cuya tasa de interés se volverá a fijar en un año es 52,2 % para la deuda externa y 14,2 % para la deuda interna, observándose la presencia de un mayor riesgo para la deuda externa.

viii. Con relación al riesgo cambiario, la porción de deuda en moneda extranjera respecto del total es 59,1 % y el servicio de la deuda en divisas respecto de las reservas internacionales es igual al 1,3 % (tabla 3).

Tabla 3: Indicadores de costo y riesgo de deuda existente a fines de 2012

Risk Indicators		External debt	Domestic debt	Total debt
Amount (in millions of USD)		4.148,1	2.874,1	7.022,2
Nominal debt as % GDP		15,2	10,6	25,8
PV as % of GDP		14,2	10,6	24,8
Cost of debt	Weighted Av. IR (%)	2,1	6,0	3,7
Refinancing risk	ATM (years)	10,6	8,9	9,9
	Debt maturing in 1yr (% of total)	4,4	14,2	8,4
Interest rate risk	ATR (years)	7,0	8,9	7,8
	Debt refixing in 1yr (% of total)	52,2	14,2	36,7
	Fixed rate debt (% of total)	48,6	100,0	69,6
FX risk	FX debt (% of total debt)			59,1
	ST FX debt (% of reserves)			1,3

Nota: El saldo de la deuda externa generado por la plantilla difiere levemente del dato oficial debido a la agrupación de los saldos por monedas más representativas
Fuente: FMI; 2013

3. Condiciones financieras de los organismos multilaterales y bilaterales

Bolivia, sigue accediendo a créditos concesionales de los organismos multilaterales, sin embargo paulatinamente ha evolucionado a acceder a créditos más comerciales. Esto se debe, por una parte a que no que ha obtenido mejoras considerables en indicadores sociales, lo que ha hecho que pase a ser un país de ingresos medios bajos.

A manera de resumen, se presentan a continuación la mayoría de las condiciones financieras en las que se otorgan créditos a Bolivia.

Tabla 4: Condiciones financieras deuda externa

CONDICIONES FINANCIERAS POR ORGANISMO COOPERANTE							
Agencia	Tipo de Cooperación	Condiciones Financieras					
		Plazo	Gracia	Tasa de Interés	Comisión Financiam.	Comisión Compromiso	Otras comisiones
BANCO MUNDIAL AIF(16)	CREDITO CONCESIONAL	25 años	5 años	1,25%	0,75%	0,5%	N/C
ALEMANIA-KFW	CREDITO CONCESIONAL	40 años	10 años	0,75%	N/C	0,25%	N/C
BID	CREDITO CONCESIONAL	i) Financiamiento CO, 30 años. ii) Financiamiento del FOE, 40 años.	i) 6 años ii) 39.5 años	i) Variable y Fijada por el BID ii) 0.25%	N/C	0,0% a 0,75%	N/C
CHINA	CREDITO CONCESIONAL	15 años	5 años	2,00%	1%	0,75%	N/C
EXIMBANK-K	CREDITO CONCESIONAL	30 años	10 años	0,10%	0,10%	N/C	N/C
FIDA	CREDITO CONCESIONAL	20 años	5 años	0.5 del Interés de referencia del FIDA (pago semestral)	N/C	N/C	Servicios: 0.75% anual sobre saldos
FRANCIA	CREDITO CONCESIONAL	15 años	3 años	0,60%	N/C	N/C	N/C
ITALIA	CREDITO CONCESIONAL	18 años	7 años	0,20%	0	0	N/C
NDF	CREDITO CONCESIONAL	40 años	10 años	1% a 2%	0,75%	0,5%	N/C
BRASIL	CREDITO COMERCIAL	Entre 15 a 20 Años	Entre 1 a 4 Años	Entre 2 y (Libor a 6 meses + 1.3%)	Entre 0 y 1%	0,25%	N/C
CAF	CREDITO COMERCIAL	Entre 15 a 18 Años	Entre 3 a 4 Años	Libor a 6 meses + margen entre 2.60 y 2.65%	0,85%	0,35%	N/C
FONPLATA	CREDITO COMERCIAL	hasta 8 años 8 -12 años 12 - 20 años	hasta 5, para ejecución de obras	Libor+1,50% Libor+1.63% Libor+1.75%	N/C	0.75% sobre saldos, con ampliación a 1%	Admin: hasta 10MM 1% Mora: 20% del interes compensatorio
JBIC	CREDITO COMERCIAL	40 años	10 años	0,2%	N/C	N/C	N/C
ORD	CREDITO COMERCIAL	20 años	5 años	1.75% a 3%	N/C	N/C	Servicios: 1%
VENEZUELA	CREDITO COMERCIAL	10 años	4 años	3,50%	N/C	N/C	N/C

Fuente: Unidad de Endeudamiento Público Sostenible- MEFP; 2013.

De las condiciones financieras expuestas anteriormente, se puede resaltar que los créditos con organismos bilaterales tienen características más comerciales. Esto ha ido creciendo con el tiempo, negociando con bancos de desarrollo de China, Corea del Sur, Brasil, Irán, Venezuela.

4. Emisiones de bonos soberanos

Como se ha ido describiendo Bolivia, ha ingresado al mercado de capitales internacionales el 29 de octubre de 2012, lo que ha significado una innovación en relación a los instrumentos de deuda pública con los que contaba, a continuación se presentan las condiciones de las dos emisiones de bonos soberanos de Bolivia.

Tabla 5: Emisiones de bonos soberanos

Fecha de Emisión	Monto Emitido	Calificación de Riesgo Soberano			Tasa de interes	Plazo	Tipo de instrumento
		S&P	Moodys	Fitch			
29-10-2012	$ 500.000.000	BB-	Ba3	BB-	4,875%	10 años	Bullet
22-08-2013	$ 500.000.000	BB-	Ba3	BB-	5,95%	10 años	Bullet

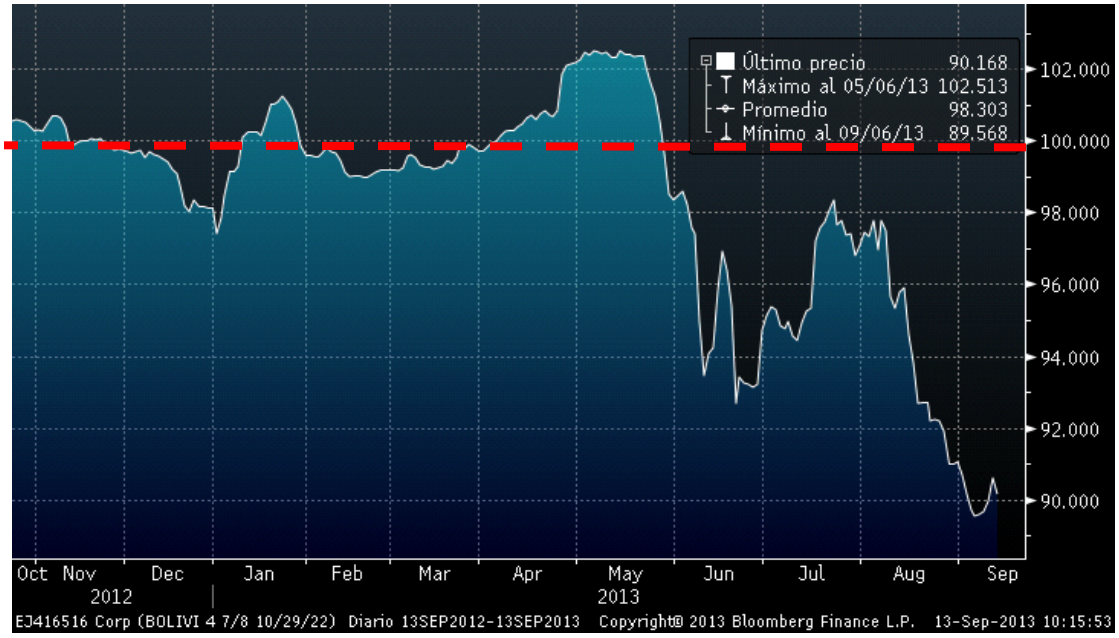
Fuente: Elaboración propia en base a seguimiento del mercado financiero.

Podemos constatar que el año 2012, en la emisión debut de bonos soberanos Bolivia logró ingresar con una excelente tasa de interés (4,875 %) considerando su calificación de riesgo soberano. Se sostiene que existe un factor de escasez de papeles en el mercado, lo que puede hacer que el bono inaugural sea atractivo para los inversores, que su búsqueda de diversificar riesgo, compran un activo financiero nuevo.

Lamentablemente en la segunda emisión, la tasa de interés subió en más de 100 puntos base, esto se explica por una parte por la existencia de más activos financieros circulando en el mercado. Esto se constituye en un riesgo importante, que debiese considerar la estrategia de endeudamiento público, de no hacer emisiones tan seguidas, por las señales que se dan al mercado.

Otro tema importante, que se debiese considerar a pesar de que el MEFP paga el cupón del bono, es cómo se comporta el activo financiero en el mercado secundario.

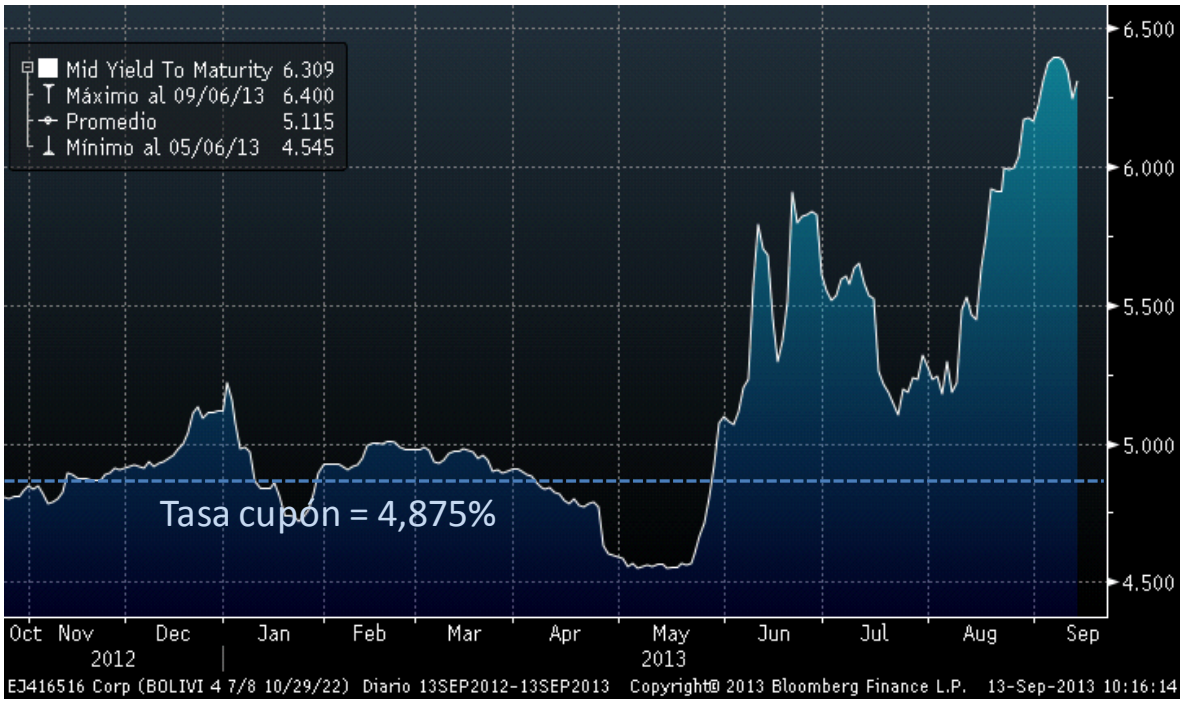
Gráfico 3: Evolución del precio del bono soberano (primera emisión)



Fuente: Bloomberg.

Con datos al 13 de septiembre de 2013, se evidencia una caída drástica del precio del activo financiero por debajo de la par. Alcanzando el nivel más bajo a 89,568 el 5 de septiembre de 2013, esto implica que repercutiría directamente en la valoración que se da al activo financiero, por lo que el Estado Plurinacional de Bolivia no debiese emitir ningún activo financiero por estas fechas. Probablemente el periodo óptimo para realizar la segunda emisión hubiese sido entre abril y mayo de 2013, donde el bono se colocaba por encima de la par.

Gráfico 4: Evolución de la tasa de interés (primera emisión)



Fuente: Bloomberg.

En relación a lo mencionado anteriormente, se evidencia una subida drástica de la tasa de interés, en promedio está a 20 puntos base por encima de la emitida de 4,875 %. Para septiembre de 2013 la tasa de interés está casi a 150 puntos por encima de la tasa de interés de referencia.

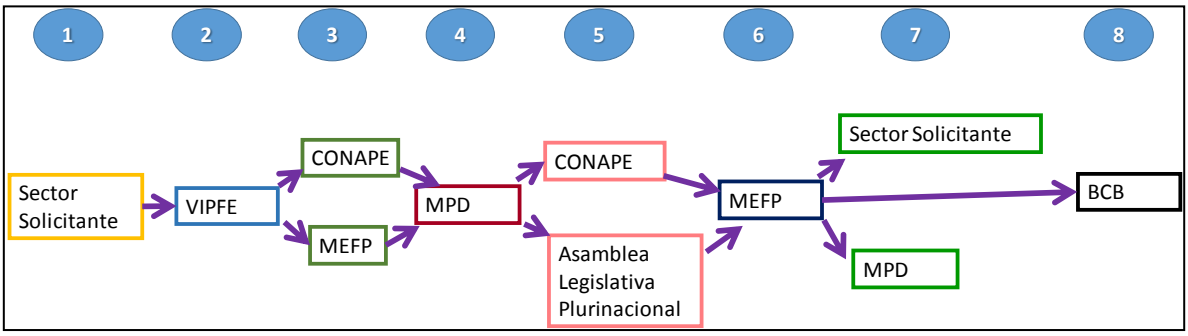
Tal como se mencionó, la segunda emisión de bonos soberanos hubiese tenido una mejor acogida en el mercado internacional en los meses de abril y mayo de 2013, llegando a tener una tasa de interés de 30 puntos por debajo de la emisión.

Al no haber tomado en cuenta los aspectos anteriormente señalados, la segunda emisión se realizó a finales de agosto, y no en abril o mayo de 2013, donde las condiciones de mercado hubieran favorecido a la emisión.

5. Estructura de la Oficina de Deuda Pública

Es importante mencionar, que en Bolivia no existe una sola institución encargada de la gestión de la deuda pública, por lo que se explicará de una manera detallada la distribución de tareas, así como de las etapas que conforman el ciclo de operaciones de crédito público.

Ilustración 7: Ciclo de crédito público en Bolivia



Fuente: Elaboración propia en base al funcionamiento institucional.

Los contratos de deuda pública externa, de acuerdo a lo establecido en la Constitución Política del Estado deben contar con la aprobación de la Asamblea Legislativa Plurinacional (ALP). En este sentido el legislador debe contar con la mayor cantidad de antecedentes y de información para que se cumpla el mandato constitucional de que se *"….autorizará la contratación de deuda pública cuando se demuestre la capacidad de generar ingresos para cubrir el capital y los intereses, y se justifiquen técnicamente las condiciones más ventajosas en las tasas, los plazos, los montos y otras circunstancias…"*

El ciclo comienza cuando una entidad solicita recursos al Viceministerio de Inversión Pública y Financiamiento Externo, (VIPFE), dependiente del Ministerio de Planificación del Desarrollo (MPD), adjuntando su Plan Sectorial o su Plan Operativo Anual (POA), donde se identifique claramente la necesidad del financiamiento, los beneficiarios, si el programa está priorizado en el Plan General de Desarrollo Económico y Social, y si está registrado en la matriz de inversión pública.

El VIPFE habiendo constatado el cumplimiento de los anteriores requisitos, en su calidad de negociador buscará un posible financiador del proyecto/programa, podrá sentar a su lado para las negociaciones al sector involucrado, asimismo velará por designar algún organismo ejecutor del proyecto/programa si es que el ministerio cabeza de sector no estuviese en la disposición de ejecutarlo por sí solo.

Culminado el proceso de negociación, el VIPFE presentará un proyecto de Decreto Supremo al Consejo Nacional de Política Económica y Social, entidad encargada de gestionar los proyectos de decretos supremos y leyes del órgano ejecutivo. Esta entidad a través de su Secretaría Técnica de la Unidad de Análisis de Política Económica (UDAPE) convocará a los sectores interesados del proyecto/programa, asimismo pedirá al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP), si el contrato cumple con los parámetros de concesionalidad (30 %), si el Tesoro General de la Nación (TGN) puede cubrir el préstamo, y si

existieran algunos temas económicos no considerados (extensiones tributarias, emisión de garantías, etc.).

Habiendo terminado la discusión técnica del contrato de préstamo, CONAPES, emitirá un informe y el órgano ejecutivo firmará el decreto supremo, donde se autorice al MPD a suscribir el contrato de préstamo.

Suscrito el contrato de préstamo, el VIPFE gestionará la Ley ante la misma instancia de CONAPES, quien con su visto bueno remitirá los antecedentes a la ALP, de manera que la decisión del legislador esta mejor informada con los respaldos, del sector, VIPFE , y que el TGN podrá cubrir los costos de la nueva contratación.

Con la promulgación de la Ley, se inscribe al Presupuesto General del Estado (PGE) la obligación y el sector al que se destinan los fondos. Asimismo el MEFP es el encargado de elaborar un documento conocido como “Convenio Subsidiario”, que transfiere las obligaciones conjuntamente con los recursos del préstamo al ejecutor del proyecto/programa, participan de este documento el MPD, el Sector y en sus casos el Ejecutor. Los financiadores incluyen que esta es condición previa al primer desembolso, de manera que servirá este documento tanto para la apertura de una libreta en la Cuenta Única del Tesoro, donde se depositarán los recursos.

Finalmente el servicio de la deuda externa, es una tarea del MEFP quien por su parte de acuerdo a la programación de desembolsos y vencimientos, coordina con el Banco Central de Bolivia (BCB) para que a través de sus cuentas internacionales realice el pago de servicio de la deuda.

El proceso descrito anteriormente se resume en la siguiente tabla. Es importante mencionar que el funcionamiento del ciclo dura entre 10 meses y 2 años desde la priorización sectorial, por lo que no guarda relación con las necesidades sectoriales que se tienen.

Tabla 6: Resumen del ciclo de crédito público

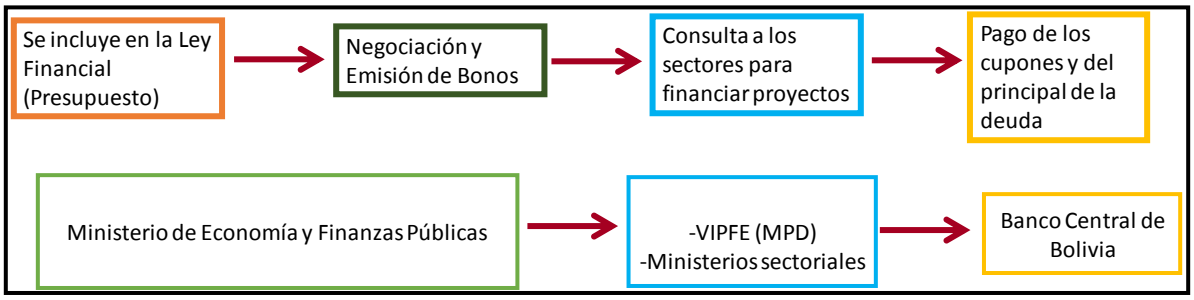
Etapa	Instituciones Participantes	Tareas a ser resueltas
INICIO	Sector Solicitante	Acude al Viceministerio de Inversión Pública y Financiamiento Externo (VIPFE) dependiente del Ministerio de Planificación del Desarrollo(MPD) solicitando un Programa/Proyecto especifico.
NEGOCIACIÓN	VIPFE	Negocia con las distintas organizaciones de financiamiento externo (Multilateral-Bilateral).
DECRETO SUPREMO	- VIPFE -Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONAPES). - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP)	-El VIPFE remite los antecedentes con un proyecto de Decreto Supremo a CONAPE. -CONAPE convoca a los distintos sectores a los que le atañen el Programa/Proyecto. -El MEFP analiza la concesionalidad del futuro endeudamiento, y emite una opinión sobre el pago de la deuda.
SUSCRIPCIÓN	MPD	- Con la autorización del Órgano Ejecutivo, suscribe el contrato de préstamo.
LEY	-VIPFE - Asamblea Legislativa Plurinacional (ALP)	- El VIPFE remite los antecedentes a la ALP para que apruebe mediante Ley el contrato de préstamo.
CUMPLIMIENTO DE FORMALIDADES	MEFP	-Inscribe en el Presupuesto General del Estado la obligación
CONVENIO SUBSIDIARIO	-MEFP -MPD -Sector (Ejecutor)	- Abre libreta del Tesoro General de Nación. - Transfiere el dinero del préstamo y las responsabilidades de la ejecución y/o pago.
SERVICIO DE LA DEUDA	-MEFP -Banco Central de Bolivia (BCB)	- A solicitud del MEFP; el BCB a través de sus cuentas paga el servicio de la deuda externa.

Fuente: Elaboración propia en base a la experiencia laboral

Si bien el proceso descrito anteriormente es el ciclo de crédito público tradicional, el Ministerio de Economía y Finanza Públicas ha empleado un mecanismo diferente en la emisión de bonos soberanos del Estado Plurinacional de Bolivia (gestiones 2012-2013).

La presente gráfica, muestra cómo se reducen los niveles de coordinación, se puede disponer con fondos con mayor velocidad que con los contratos de préstamo tradicionales.

Ilustración 8: Procedimiento bonos soberanos



Fuente: Elaboración propia.

Como hemos mencionado anteriormente, debe existir una aprobación de la ALP de cualquier contratación de deuda pública mediante ley, es así que el MEFP al momento de presentar el Presupuesto General del Estado, incluirá un artículo que lo faculte a la emisión de bonos soberanos.

El MEFP se contacta con los bancos de inversión, para aprovechar el mejor momento para lanzar la emisión, se debe tener una respuesta favorable de los futuros compradores del bono. La estrategia es diversificar, considerando minimizar la tasa de interés. Sin embargo el MEFP cuando participa en los mercados financieros, no tiene claro qué proyecto/programa se financiará con los recursos levantados, por lo que recurrirá al VIPFE para conocer qué proyectos necesitan de financiamiento.

Finalmente, tal y como en el caso anterior, le corresponderá al MEFP según los vencimientos de los cupones solicitar al Banco Central que pague los cupones y el principal de los bonos.

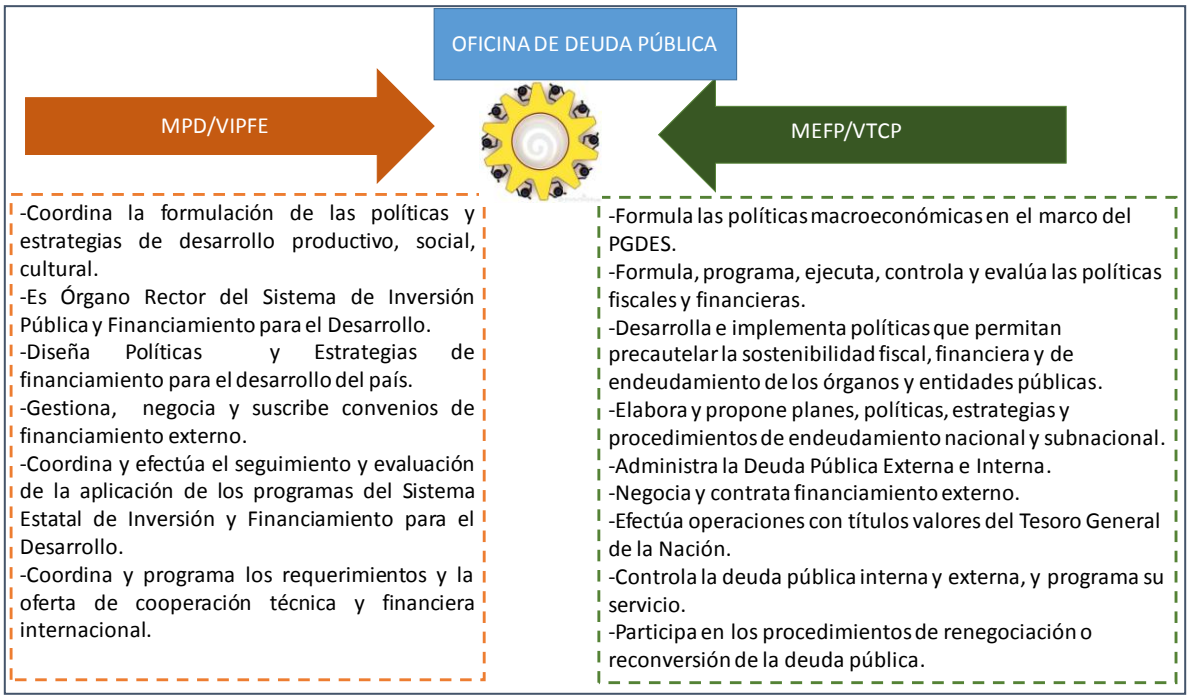
6. Coordinación MEFP y MPD

En el anterior acápite se explicó el funcionamiento del ciclo de crédito público, asimismo se vio como existen dos personajes centrales que son el MEFP y el MPD. Existe una gran rivalidad entre estos dos actores, ya que por una parte el Decreto Supremo 29894 de Estructura Organizativa del Órgano Ejecutivo del Estado Plurinacional de Bolivia les asigna atribuciones similares en materia de deuda pública.

Sin embargo, será bueno recordar que el MEFP buscará como principal objetivo precautelar por los recursos del TGN, es así que cuando requiera recursos estará interesado en emitir deuda pública. Mientras que el MPD deberá velar porque los proyectos/programas priorizados por el Plan General de Desarrollo Económico y Social se lleven a cabo y que los recursos de deuda externa contribuyan al desarrollo económico del país.

En la siguiente ilustración se resumen las labores que tiene cada ministerio dentro de lo que comprendería la estructura de la oficina de deuda pública.

Ilustración 9: Tareas del MEFP y MPD



Fuente: Elaboración propia en base al Decreto Supremo 29894.

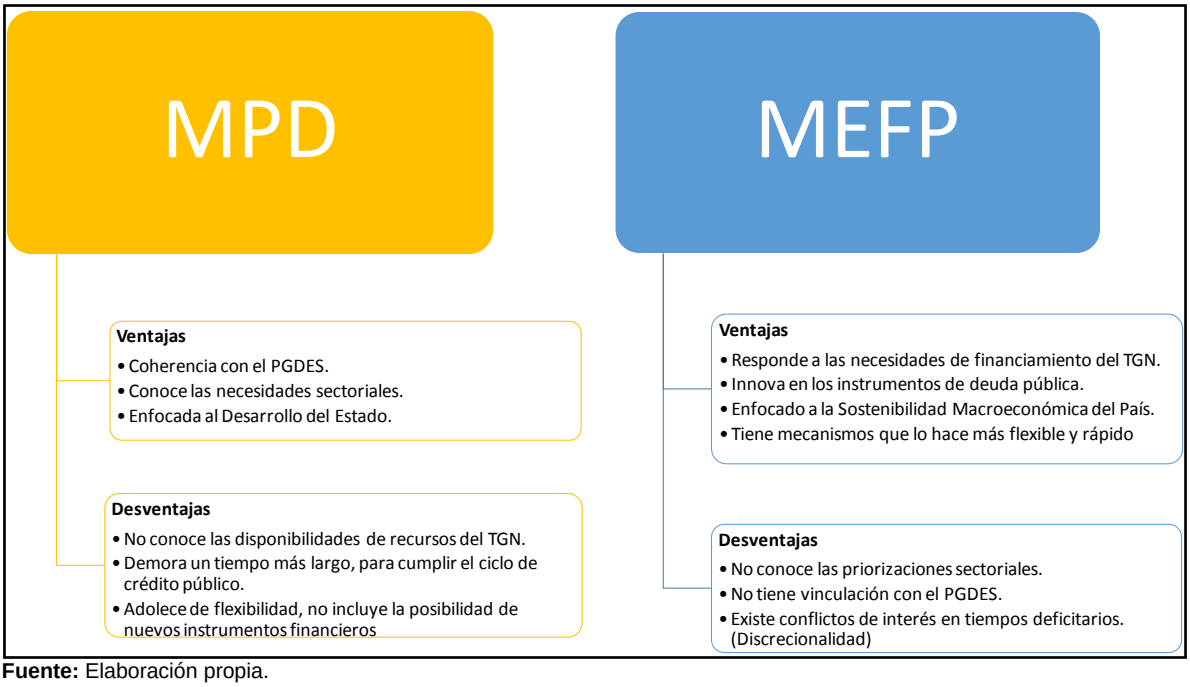
Se puede observar que le corresponde al MEFP la formulación de políticas macroeconómicas en el marco del PGDES, sin embargo el MPD es el encargado de formular las políticas y estrategias del desarrollo del país. La pregunta es saber si es que se puede formular un PGDES, sin conocer la disponibilidad de recursos del TGN o viceversa. Es decir, que condiciona los planes a las necesidades de financiamiento o la disponibilidad de recursos del TGN a los planes.

Otra contradicción, es que ambos tanto el MPD como MEFP pueden negociar y contratar financiamiento externo, este aspecto llevado al extremo, puede generar que dos carteras del Estado compitan delante del presidente del Estado, por conseguir recursos de manera más rápida para financiar el plan de gobierno. Si bien los instrumentos con los que cuenta el MPD son los tradicionales, es decir contratos con organismos multilaterales y bilaterales, el MEFP podrá emitir títulos valor tanto en el mercado interno como en el externo para recoger recursos.

Finalmente el esquema planteado por el Decreto Supremo 29894 sugiere una interacción activa entre ambos ministerios, lo que en la práctica no existe por la lucha de intereses que tiene cada institución por su naturaleza.

Por lo que podría ser interesante preguntarnos las ventajas que tiene que la gestión de la deuda sea administrada por el MPD o por MEFP. En la siguiente gráfica se muestran las ventajas y desventajas de cada modelo.

Ilustración 10: Ventajas y desventajas del gestor de deuda



Fuente: Elaboración propia.

Tal como se ve en la ilustración, la principal ventaja de que el MPD sea el encargado de la gestión de la deuda, es que conoce la priorización sectorial y participa de la elaboración del PGDES, en tanto que su desventaja es que no conoce el flujo de caja del TGN, pudiendo eventualmente cargarle un mayor endeudamiento del óptimo. Tradicionalmente trabaja con préstamos multilaterales, bilaterales, no respondiendo de forma adecuada a las necesidades del PGDES, ya que existirá descalces en los tiempos de negociación, contratación y uso efectivo de los recursos.

En tanto el MEFP tiene la ventaja de saber la liquidez que tiene el TGN, puede también innovar en relación a los instrumentos de deuda pública que puede emitir a nombre del TGN. Sin embargo, existen desventajas ya que no conoce las priorizaciones sectoriales, está un poco desvinculado con el PGDES.

Finalmente la oficina de deuda pública en el óptimo deberá velar por equilibrar la priorización sectorial y de las políticas de desarrollo, precautelando la liquidez del TGN y sobretodo la sostenibilidad macroeconómica del país. Es por ello que la oficina de deuda debe integrar ambos roles.

7. Articulación de los Planes de Inversión con la gestión de la deuda

Tal como hemos explicado en la introducción del presente estudio de caso, es importante que los planes de inversión estén articulados con el corto, mediano y largo plazo.

A continuación describiremos los horizontes de planificación y su articulación con la gestión de deuda utilizando el esquema planteado por (Ortegón Quiñones, 2008).

Ilustración 11: Horizontes de planificación

Fuente: Ortegón Edgar, "*Guía sobre diseño y gestión de la política pública";* 2008.

La visión del país está plasmada por el plan de gobierno, siendo que las necesidades nacionales están plasmadas en el Plan Nacional de Desarrollo, las mismas que cuentan con financiamiento a través del Presupuesto Anual y del Plan Anual de endeudamiento.

El horizonte de mediano y largo plazo en Bolivia no está instrumentalizado como en otros países que cuentan con un marco macroeconómico plurianual, esto debiese estar acompañado de una Estrategia de Endeudamiento Público de Mediano Plazo, que incluyan las necesidades de financiamiento a través de la priorización de corto plazo, pero precautelando la sostenibilidad macroeconómica y la solvencia del país.

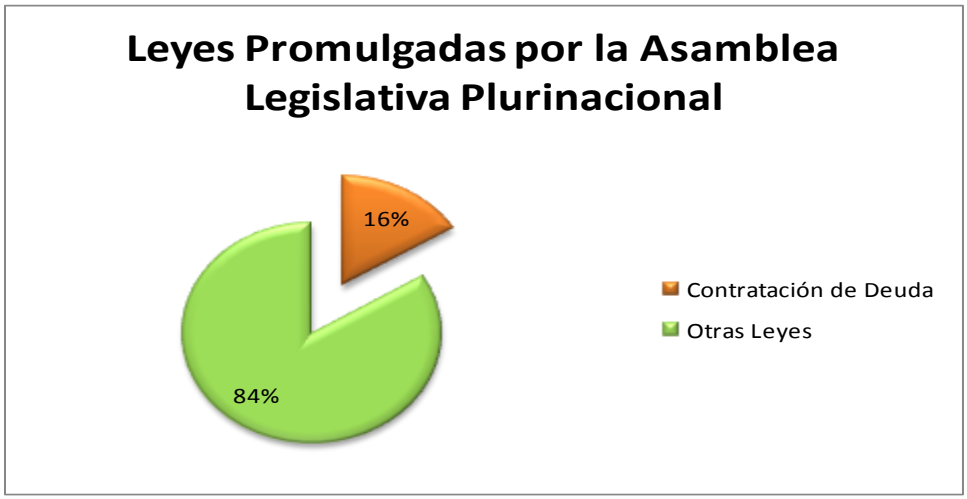
Estos horizontes de planificación, conllevan a una retroalimentación constante entre ambos horizontes.

8. Trabajo de la Asamblea Legislativa Plurinacional (2010-2013)

En el presente acápite se analiza la cantidad de contratos aprobados, a partir de que la República pasa a ser Estado Plurinacional de Bolivia. La idea es constatar la cantidad de trabajo legislativo que se tiene en materia de deuda pública

A partir del 20 de enero de 2010 al 18 de septiembre de 2013 se han promulgado alrededor de 400 leyes, de las cuales solo el 16 % corresponde a la contratación de deuda (gráfico 5).

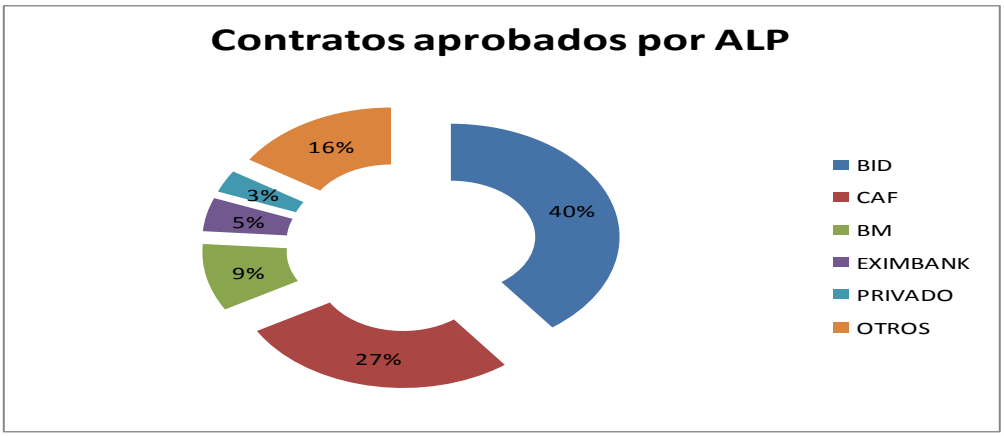
Gráfica 5: Leyes Asamblea Legislativa Plurinacional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Asamblea Legislativa Plurinacional.

Podemos observar que la cantidad de leyes promulgadas para la aprobación de contratos de préstamos es importante, por lo que se puede constatar la importancia de asignar recursos a proyectos/programas estratégicos para el desarrollo del país (gráfico 5).

Gráfico 6: Composición de los contratos aprobados

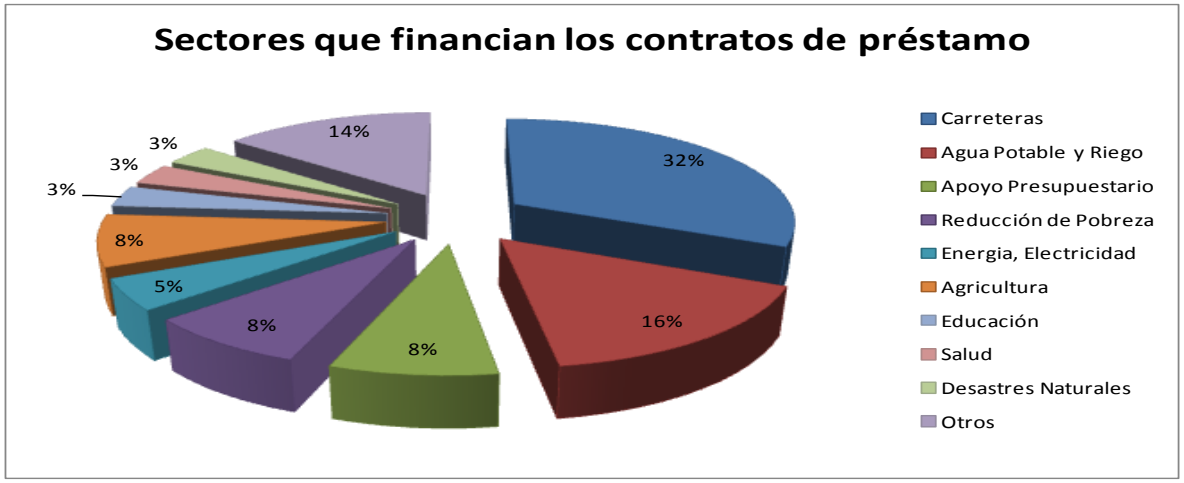


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Asamblea Legislativa Plurinacional.

Como se constata, la mayoría de los contratos aprobados por la Asamblea Legislativa Plurinacional son con Organismos Multilaterales. El principal financiador de Programas/Proyectos es el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) 40 %, que en los últimos años ha endurecido sus condiciones financieras para la contratación de créditos de Bolivia. Sin embargo siguen siendo en condiciones concesionales.

Se puede evidenciar que solo un 30 % de los créditos (CAF y Privados) corresponde a créditos comerciales, con altas tasas de interés, pero que reducen el trámite burocrático de su negociación (gráfica 6).

Gráfica 7: Sectores financiados con deuda



Fuente: Elaboración propia con base a datos de la Asamblea Legislativa Plurinacional.

De los contratos de préstamo autorizados por la Asamblea Legislativa Plurinacional, el 40 % financian proyectos de carreteras, agua potable y riego, siendo estos sectores mayormente financiados con recursos de préstamos menos concesionales (CAF, EXIMBANK, FONPLATA).

Los contratos de préstamo que financian apoyo presupuestario son el 8 %, es necesario aclarar que son contratos como los de emisión de bonos soberanos, que pueden ser designados libremente y sin ataduras a un proyecto/programa. Dejando un espacio algún tipo de flexibilidad, pero incrementando la discrecionalidad de colocación de estos recursos, según disponga el MEFP.

CAPÍTULO III LA EXPERIENCIA DE OTROS PAÍSES Y SU MANEJO DE DEUDA PÚBLICA: COLOMBIA, BRASIL, CHILE

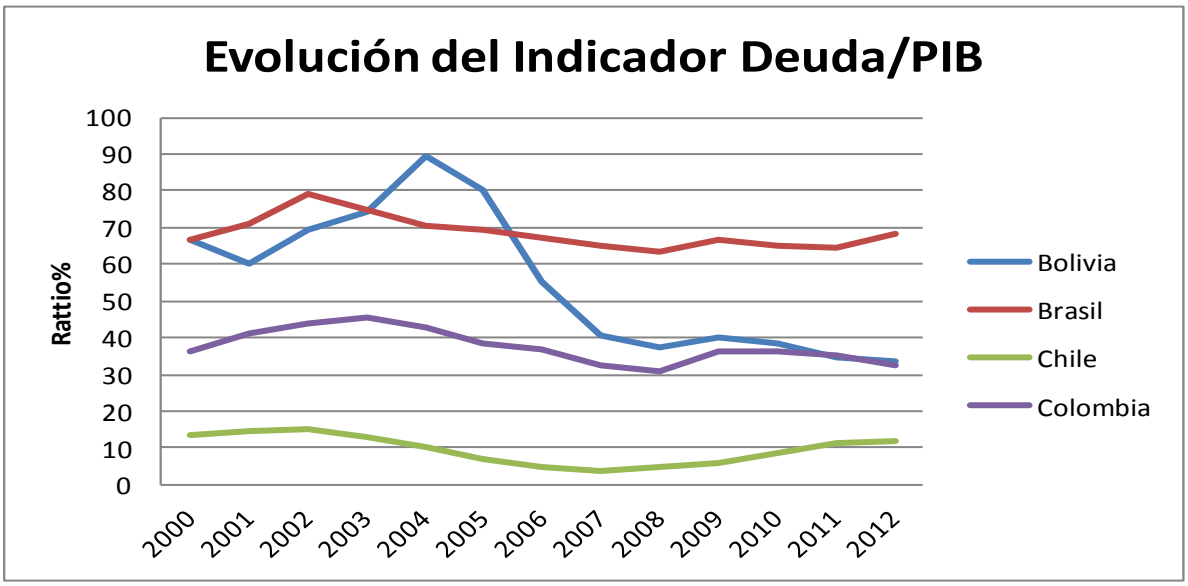
1. Aspectos generales

Tal como se ha ido mencionado en la metodología, el presente capitulo tendrá la finalidad de mostrar distintas prácticas internacionales sobre manejo de deuda, para que a partir de estas lecciones sacar conclusiones importantes de recomendación de política. De igual manera, se presenta una comparación de los indicadores de deuda para los países seleccionados

La selección de estos países, es variada. Existen países con reglas muy estrictas al endeudamiento público (Chile), otros países donde sus economías han desarrollado instrumentos del mercado financiero muy desarrollados a nivel latinoamericano (Colombia y Brasil). Por otro lado es interesante el caso colombiano, como un país con niveles bajos de endeudamiento público, pero que accede a mercados internacionales de capitales, pero a la vez aun consigue financiamiento concesional de organismos multilaterales (según *International Debt Statistics* del Banco Mundial, Brasil, Chile y Colombia acceden a un financiamiento más bajo que el promedio de América Latina).

Una manera interesante de comparar los casos, con el caso boliviano será observar el indicador deuda pública como porcentaje del Producto Interno Bruto (deuda/PIB).

Gráfica 8: Comparación de los países por evolución del indicador Deuda/PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del IMF-World Economic Outlook Database; 2013.

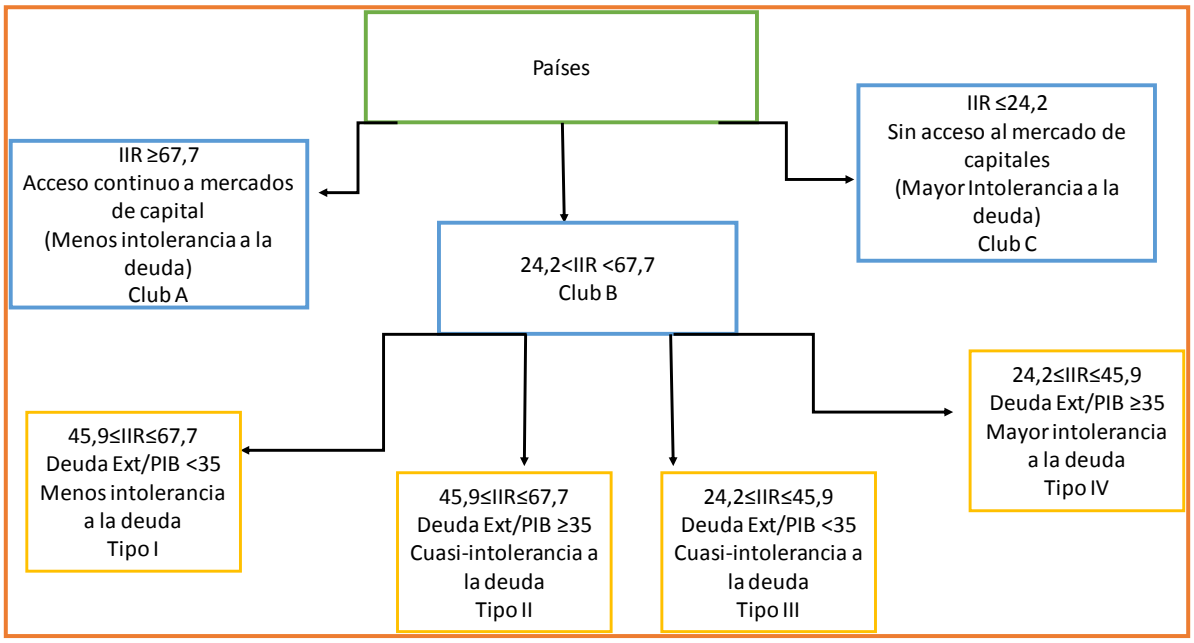
De la gráfica anterior, podemos evidenciar que existe cierta estabilidad en relación a la política de deuda que mantiene cada país, observamos que el país más cauteloso es Chile que se maneja en una banda por debajo del 20 % (deuda/PIB), se puede ver cómo en el periodo del 2004-2010, su nivel de deuda es menor al 10 %.

El caso colombiano, se mueve alrededor del 30-40 %, es una de las oficinas de deuda pública más activas en la región, cuenta con la capacidad de innovar en instrumentos financieros. Por lo que este caso, será de particular interés para el presente estudio de caso.

Finalmente Brasil, uno de los países con la oficina de deuda pública más grande en la región, con permanentes emisiones de títulos valor en mercados financieros, tiene el nivel más alto de endeudamiento, entre un 60-80 %. A pesar de estos niveles de endeudamiento, ha desarrollado novedosos instrumentos financieros y ha sido una de las escuelas más importantes sobre administración de deuda pública en la región.

Existe una clasificación planteada por (Reinhart, Rogoff, & Savastano, 2003), quienes sugieren que existe una "intolerancia" generalizada a los países a emitir deuda pública. Hacen una clasificación interesante sobre la tolerancia que tienen los países a la deuda, de manera que:

Ilustración 12: Clasificación de los países por nivel de intolerancia a deuda



Fuente: Elaboración propia en base a "Debt Intolerance"; Reinhart, Rogoff & Savastano; 2003.

El IIR, que es la calificación de crédito de los inversionistas institucionales (International Investor Credit Rating), de acuerdo al "*The 2013 Country Credit*

Survey March", y de acuerdo a los países seleccionados para la comparación tendríamos:

Tabla 7: Tasas de IIR de los países seleccionados

PAÍS	INSTITUTIONAL INVESTOR CREDIT RATING (IIR)	RANKING	
		mar-13	sep-12
Chile	80.0	21	18
Brazil	68.0	39	38
Colombia	62.8	44	44
Bolivia	37.7	88	97

Fuente: http://www.institutionalinvestor.com/Research/4143/Global-Rankings.html

Con la clasificación sugerida por (Reinhart, Rogoff, & Savastano, 2003), los países seleccionados para hacer comparaciones, tendrían la siguiente clasificación:

Tabla 8: Clasificación de los países

PAÍS	Clasificación del país
Chile	Club A
Brazil	Club A
Colombia	Club B - Tipo II
Bolivia	Club B- Tipo IV

Fuente: Elaboración propia.

Esta caracterización nos permite, diferenciar las características propias de cada país, en relaciona su exposición y participación en los mercados financieros internacionales, lo que genera diferentes objetivos de política.

2. Parámetros a ser comparados

Por lo expuesto, en el anterior apartado existe una gran cantidad de parámetros que hacen que el manejo de la deuda, sea distinto en cada de uno de los países seleccionados, por lo que al final del desarrollo de este capítulo, se deberá completar una matriz comparativa, que responda a las siguientes interrogantes.

Aspectos institucionales - ¿Cuáles son los preceptos constitucionales acerca de la administración de deuda pública? - ¿Qué actores institucionales están presentes en la administración de la deuda pública? - ¿Quién autoriza los contratos de pública?
Oficina de Administración de Deuda Pública - ¿Quién es el gestor de deuda pública? - ¿Cómo está organizada la oficina de deuda pública? - ¿Existen conflictos de interés al administrar la deuda pública?
Incursión en los mercados financieros - ¿Con qué instrumentos de deuda pública cuenta? - ¿Con qué frecuencia se emiten títulos valor? - ¿Cuál es el principal objetivo de emisión de deuda pública? - ¿Cuáles son las mayores innovaciones que se han hecho en el mercado financiero? - ¿Se visibilizan riesgos cambiarios, de tipos de interés y cómo los mitigan?
Endeudamiento subnacional - ¿Cuáles son las restricciones del endeudamiento subnacional que existen? - ¿Qué instrumentos pueden tener los gobiernos subnacionales? - ¿Existe una relación entre el gestor de deuda a nivel nacional con los gestores de deuda subnacionales?
Riesgos e indicadores de solvencia - ¿Cuál es la solvencia que tienen los países para emitir deuda pública? - ¿Qué tanto están dispuestos a endeudarse? - ¿Cuáles son los mayores riesgos a los que se enfrenta la gestión de la deuda?

3. Aspectos institucionales

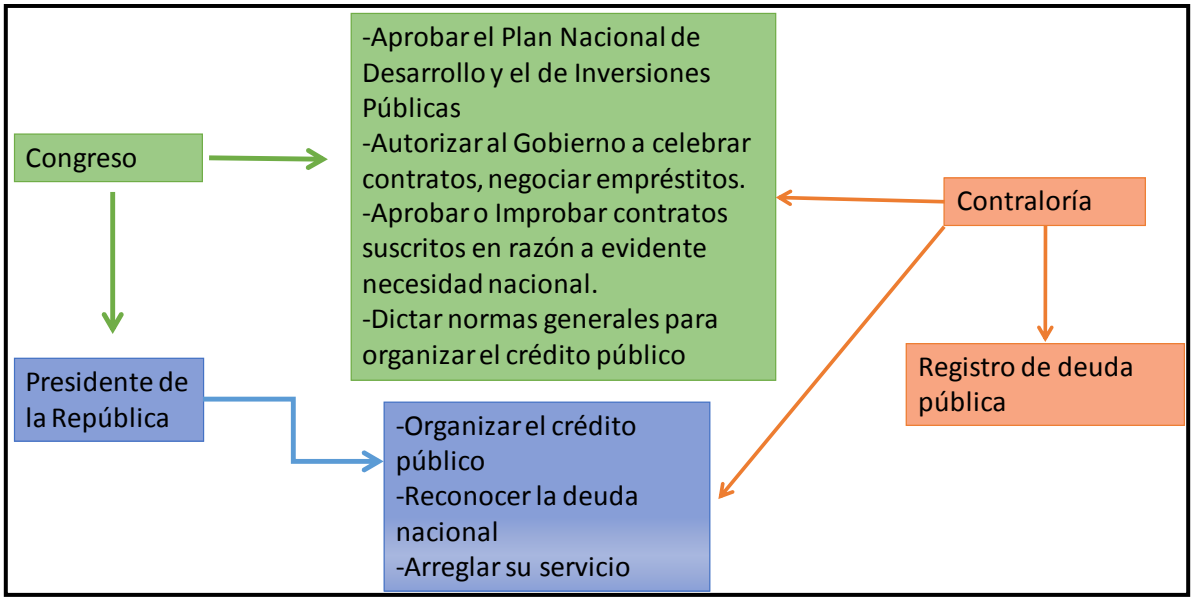
El ejercicio inicial corresponde a la revisión de las constituciones políticas de los países seleccionados, la idea es conocer los preceptos que se tienen en relación, a que los contratos de deuda pública son aprobados por el poder legislativo, como procedimientos se siguen en relación a la entrega de garantías de repago a los acreedores externos con recursos públicos. También ver si es que existen restricciones al endeudamiento subnacional con organismos multilaterales, bilaterales o emisión de títulos valor en el extranjero.

3.1 Colombia

Revisando el marco constitucional colombiano, se evidencia la existencia de tres actores importantes con mandatos constitucionales en materia de deuda pública, sobre todo externa.

El siguiente esquema pretende, explicar la articulación de los distintos actores que participan en el caso de Colombia.

Ilustración 13: Caso colombiano- Actores involucrados en la gestión de deuda pública según mandato constitucional



Fuente: Elaboración propia en base a la Constitución Política de Colombia.

El Congreso, será el encargado de autorizar los contratos que el Gobierno celebre y la negociación de empréstitos, esto significa que para cada contrato de deuda pública, existirá una autorización expresa del Congreso. Sin embargo la misma Constitución abre la ventana en situaciones de evidente necesidad nacional, en la que el Ejecutivo suscriba contratos, aun sin tener la autorización del Legislativo.

Por lo que, se agilizan los tramites en casos especiales para poder acceder a créditos de forma expedita, entenderemos como situación de evidente necesidad nacional, casos de desastres naturales o crisis políticas por las que los recursos puedan ser requeridos de forma más expeditas. Posteriormente el Congreso aprobará o improbará dicho contrato. Por lo que el Legislativo se convierte en el "candado fiscal", que en teoría solo autorizará contratos que cumplan con consensos parlamentarios, ya sea por la necesidad del programa/proyecto o por que se verificó que el financiamiento es oportuno en términos de plazo, montos, moneda, tasa de interés, etc.

La relación del Congreso transciende asimismo el nivel central, y será encargado de disponer normas para ordenar la deuda pública en los diferentes niveles de gobierno, esto implica que podrá establecer límites al endeudamiento subnacional, El presidente, a través del Ejecutivo, tendrá

como funciones reconocer la deuda pública del Estado colombiano, siendo a su vez importante poder programar su servicio. Los aspectos anteriormente señalados nos muestran la importancia de que exista cierta centralización en el manejo de la deuda pública.

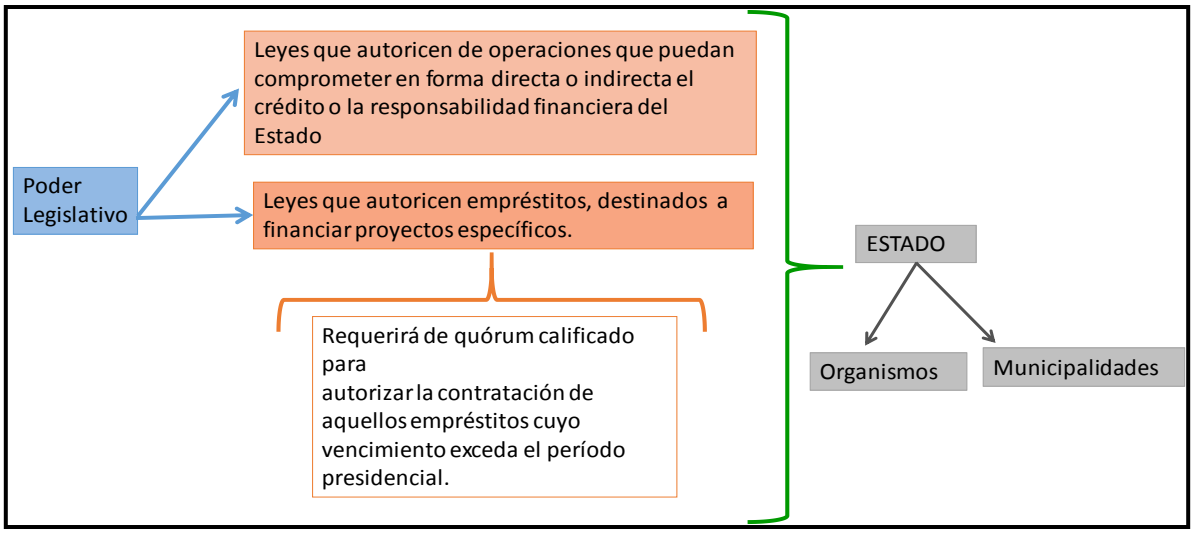
Otra institución importante, que a hace a sus veces de control gubernamental, es la Contraloría, que será la encargada de llevar el registro de la deuda pública. Este aspectos es relevante por introducir un actor nuevo que en un marco de independencia hará un control sobre las tareas que realicen los poderes ejecutivo y legislativo.

3.2 Chile

De la misma manera, se revisó el marco constitucional de Chile, y se pudo identificar los actores relevantes en materia de deuda pública.

En la presente figura, se presentarán los casos en los que actúa el Poder Legislativo.

Ilustración 14: Caso chileno según mandato constitucional



Fuente: Elaboración Propia en base a la Constitución Política de Chile.

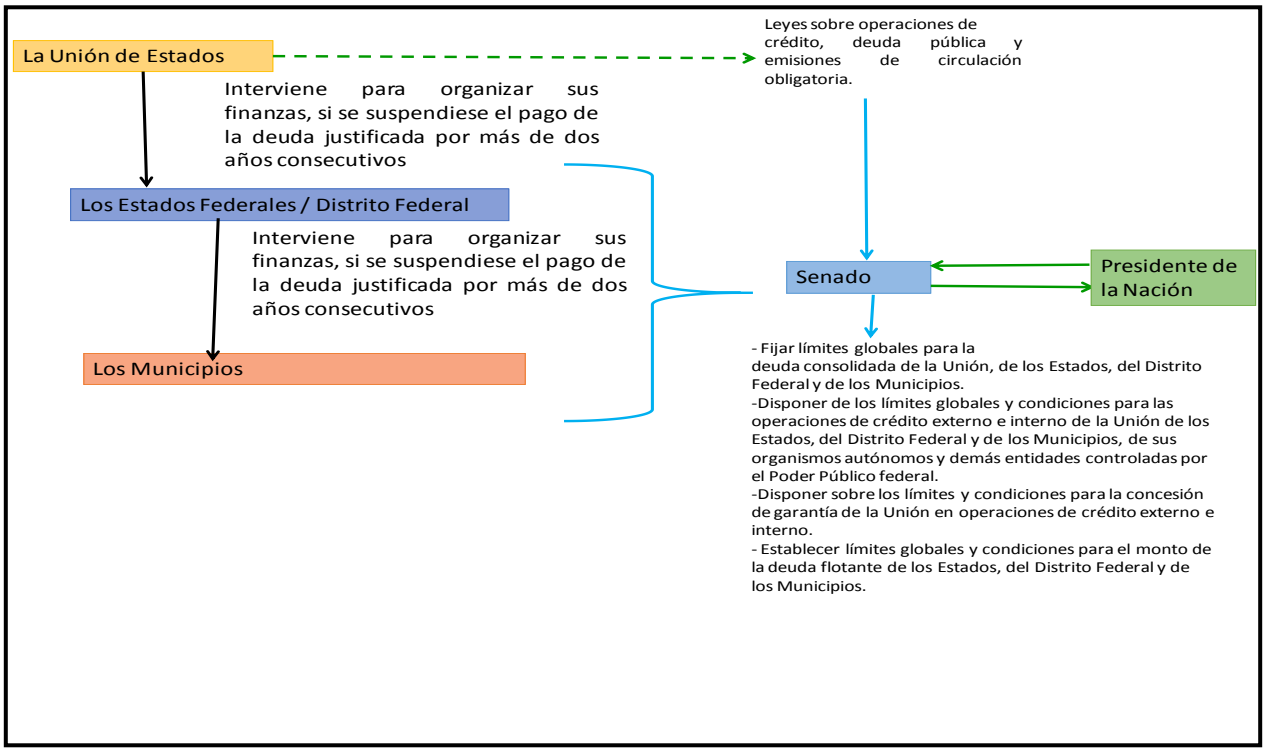
En la ilustración, podemos observar que la Constitución Política Chilena, se ha reservado dos casos importantes en materia de deuda pública para el control legislativo, por una parte aquellos contratos de préstamos que excedan la duración del periodo presidencial, y para las operaciones que comprometan tanto directa como indirectamente la responsabilidad financiera del Estado. Esto implica a su vez que para ambos casos, se requiere de un quórum calificado para que el Poder Legislativo autorice mediante ley ambas situaciones.

La constitución política chilena, es cuidadosa al hablar de Estado, se refiere tanto a sus organismos del nivel central, como de las municipalidades, esto implica que por mandato constitucional existe cierta centralidad en materia de contratación de deuda pública.

3.3 Brasil

Para el caso brasilero, se tomarán en cuenta los preceptos constitucionales además de un importante distinción, que Brasil es un país federativo, lo que introduce ciertas complejidades al análisis. A continuación, se presenta una figura en la que se explican los actores inmersos en la gestión de la deuda según el modelo brasilero.

Ilustración 15: Actores relevantes para la gestión de deuda pública según la Constitución Política del Estado Brasilero



Fuente: Elaboración propia en base a la Constitución Política de Brasil.

Como se puede ver en la ilustración existen 3 niveles de gobierno, la Unión de Estados, los estados federales/Distrito Federal y los municipios. Al ser Brasil un estado federativo, se rige por la no intervención de un nivel de gobierno sobre otro, de manera que se abre la excepción en caso de reorganizar las finanzas públicas de un nivel de gobierno inferior, cuando exista incumplimiento de sus obligaciones por más de dos periodos consecutivos.

Otro aspecto importante, que se debe resaltar, es que, a pesar del federalismo, existe cierto *principio de descentralización operativa y centralización normativa*, donde el Senado tiene como atribución de proponer leyes en materia de deuda pública, operaciones de crédito público, emisiones de títulos valor, etc.

Por otra parte sugiere al presidente de la Nación, sobre límites, techos de deuda para los diferentes niveles de gobierno, autorizando los montos en los que se puede endeudar cada entidad pública. Así mismo fija límites a la deuda flotante, con la que cada entidad pública puede trabajar.

4. Las oficinas de crédito públicas

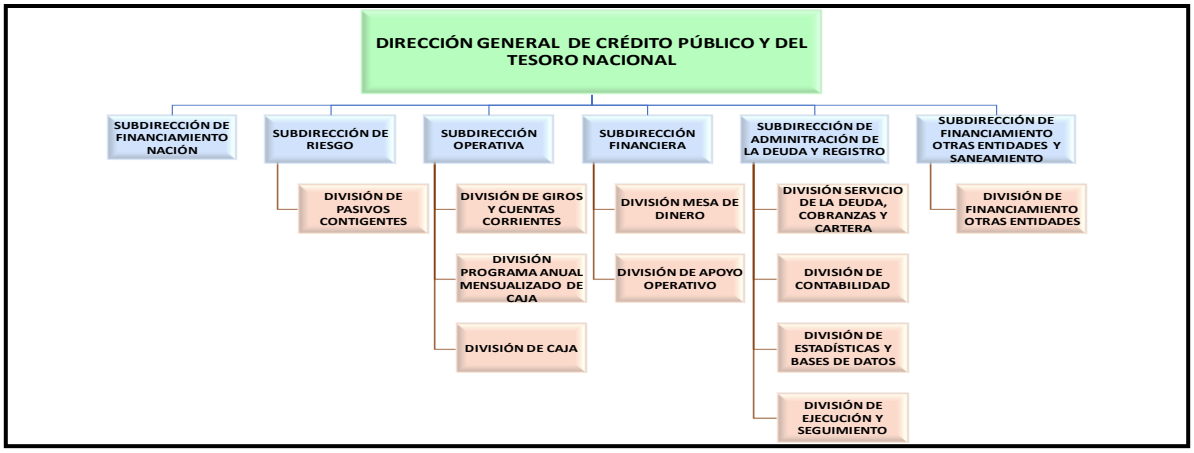
A lo largo del primer capítulo, se han ido desarrollando las principales ideas de cómo debería estar formada la oficina de deuda pública y la importancia de esta entidad como agente que integre la política de deuda pública.

Es importante señalar que la revisión del modelo de la oficina de deuda pública, está orientada como condición previa a la elaboración de una estrategia de endeudamiento público de mediano plazo, puesto que nos servirá para definir las necesidades de financiamiento, el análisis de instrumentos, plazos, condiciones financieras.

4.1 La Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN)- Colombia

El modelo colombiano, nos presenta una oficina de deuda pública con las siguientes características.

Ilustración 16: Organigrama DGCPTN- Colombia



Fuente: www.minhacienda.gov.co

El MHCP, a través de la DGCPTN, es responsable de la administración óptima y eficiente de los recursos líquidos del PGN y del adecuado manejo de la deuda pública.
Como administradora de la deuda, la DGCPTN establece las políticas de endeudamiento público, teniendo como prioridad la sostenibilidad de la misma y el adecuado balance de los riesgos. Asimismo, asesora al ministro de Hacienda y Crédito Público en el financiamiento público, las políticas con los organismos multilaterales, las políticas de riesgos y los procedimientos para el manejo de las operaciones de crédito público.
Para llevar a cabo estas funciones, la DGCPTN tiene una estructura que busca dar claridad a las responsabilidades y tener un adecuado manejo de los riesgos inherentes a la actividad que desarrolla y a la importancia de las funciones que realiza.
Específicamente, en cuanto a la Estrategia de Endeudamiento Público de Mediano Plazo, las labores que desempeñan las subdirecciones involucradas se describen a continuación:

Front Office

Es la Subdirección de Tesorería de la Nación (SDTN): tiene como función la dirección, administración y realización de las operaciones de tesorería, tendientes a la consecución de recursos, a la colocación directa o a través de intermediarios especializados de los excedentes de liquidez y de los portafolios administrados independientes de los recursos del presupuesto nacional, cuando de conformidad con las disposiciones legales no se pueda hacer unidad de caja.

La Subdirección de Financiamiento Interno de la Nación (SFIN): se encarga de estructurar y dirigir la estrategia de financiamiento de la Nación con recursos provenientes del mercado de capitales interno. Del mismo modo, asesora la estrategia de financiamiento de otras entidades estatales que buscan financiación en el mercado de capitales local.

La Subdirección de Financiamiento Externo de la Nación (SFEN): se encarga de estructurar y dirigir la estrategia de financiamiento de la Nación con recursos provenientes del mercado de capitales externo y con la banca comercial extranjera. Asimismo, brinda soporte y acompañamiento a las entidades estatales que buscan financiación en los mercados de capitales internacionales.

La Subdirección de Financiamiento con Organismos Multilaterales y Gobiernos (SFOMG): es responsable de estructurar y dirigir la estrategia de financiamiento externo de la Nación con recursos provenientes de la banca multilateral, gobiernos, banca de fomento y proveedores extranjeros. También apoya a las entidades estatales en la negociación de préstamos con los mismos.

Middle Office

La Subdirección de Riesgo (SR): se encarga de definir las directrices, políticas y estrategias de riesgo relacionadas con las operaciones de crédito público, las de manejo de la deuda pública y las de tesorería que realiza la Nación. Asimismo, establece los lineamientos para el manejo de las garantías, contragarantías y las obligaciones contingentes de la Nación.
En relación a la estrategia de deuda, la SR se encarga de preparar el documento de la Estrategia de endeudamiento Público a Mediano Plazo y velar por su cumplimiento, en continua coordinación con las demás subdirecciones involucradas de modo que sea posible implementarla.
La SR está encargada a su vez de administrar los riesgos asociados a las obligaciones contingentes de la Nación. Dado que la materialización de estas obligaciones representan un riesgo fiscal de alto impacto, las actividades encaminadas a mitigarlo se encuentran en una esfera diferente a la de la deuda pública.

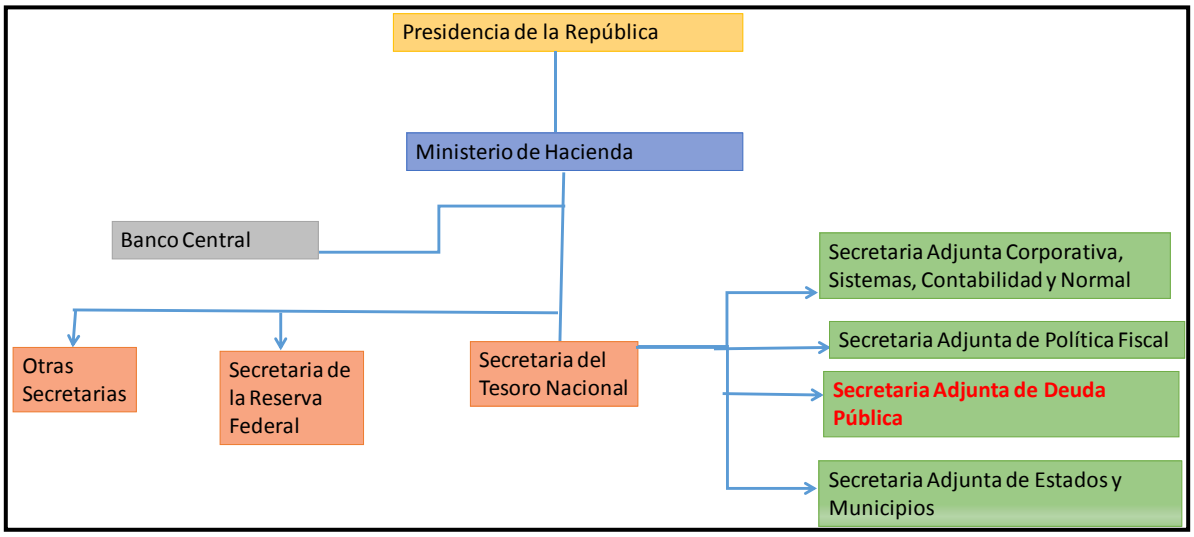
Back Office

La Subdirección de Operaciones: coordina la asignación y administración de la Cuenta Única Nacional (CUN) a través del Programa Anual Mensualizado de Caja – PAC, al tiempo que ejerce el control y ejecución de los pagos y el debido registro y cumplimiento de todas las operaciones de la DGCPTN.

4.2 La Secretaría Adjunta de Deuda Pública (Brasil)

Algo importante de señalar, es que Brasil está a la vanguardia de la gestión de deuda pública, tanto por el nivel de operaciones de crédito público que realiza anualmente, así como el tamaño de país, de sus gobiernos subnacionales, aspectos que se irán revisando con posterioridad. A nivel regional, los organismos internacionales como el FMI, Banco Mundial, organizan anualmente cursos para revisar el modelo brasilero de gestión de la deuda.

Ilustración 17: Organización del Ministerio de Hacienda (Brasil)



Fuente: Elaboración propia en base a "Divida Publica a experiência brasileira"; 2011.

A nivel internacional, la práctica de concentrar las funciones de gestión de la deuda pública en una unidad gubernamental se ha convertido en el consenso. En esa medida, porque reconoce un paso importante para aumentar la eficiencia de la gestión de la deuda como un todo y por lo tanto estructurar una gestión más eficiente, coordinada y estratégica.

En los países donde la responsabilidad de la gestión de la deuda pública se divide entre varias instituciones, se pueden observar inconsistencias en los procesos y estrategias, así como la superposición de funciones.

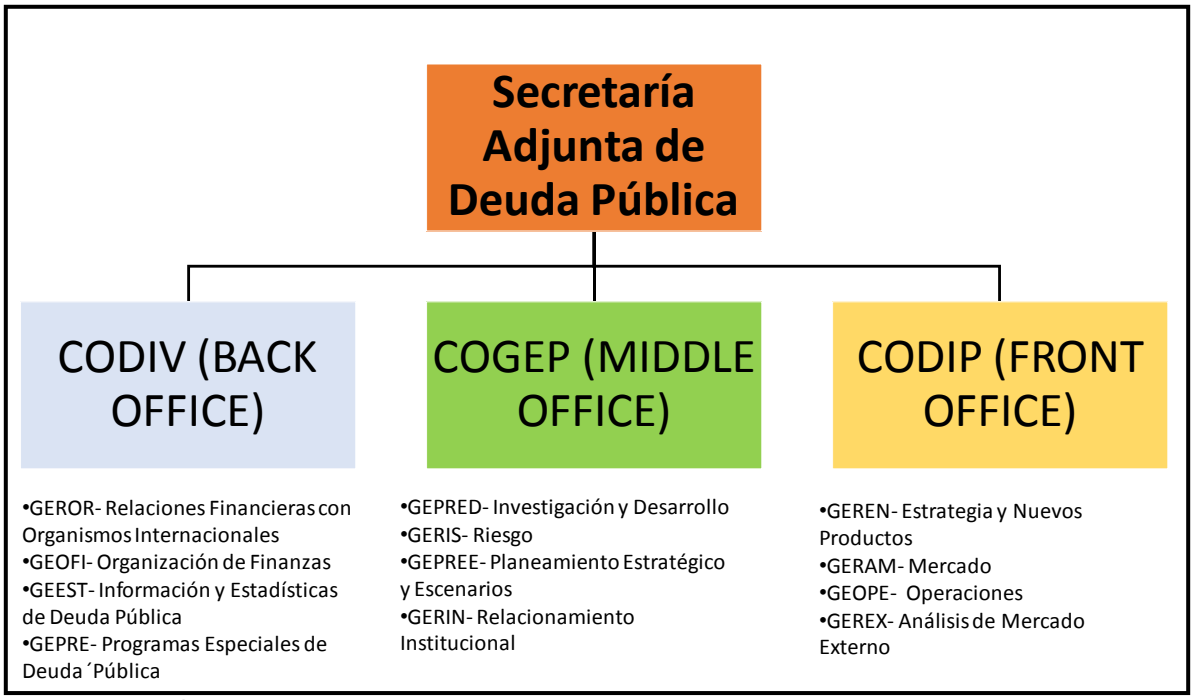
En Brasil, estas funciones están centralizadas por el Ministerio de Hacienda en la estructura de la Tesorería Nacional. Entre las razones para el mantenimiento de la gestión de las asignaciones de la deuda en el Ministerio de Finanzas, destaca la importancia de mantener una estrecha relación con otras partes del gobierno vinculadas por ejemplo, la ejecución del presupuesto y la política fiscal.

Muchos países han tratado de centralizar y mejorar su gestión de la deuda del nivel central del Estado, a través de la constitución de una oficina autónoma de gestión de deuda, que pueden estar ubicadas fuera o dentro de la estructura del Ministerio de Finanzas o Hacienda. Este departamento, se conoce como Oficina de Gestión de la Deuda (DMO- Departamento de Administración de la Deuda), que aboga la separación de los poderes del órgano de funciones , por lo general en la parte trasera, media y delantera de oficinas, dada la diferentes metas y responsabilidades de los gestores de la deuda pública.

Desde el año 2000, el Tesoro Nacional, en busca de mejorar su gestión institucional deuda pública, ha programado un nuevo modelo de gestión basado en la idea de la DMO y en línea con experiencias internacionales. La siguiente

figura refleja la reestructuración de la Tesorería Nacional en virtud de los dos hasta ahora directamente responsables de las áreas de gestión de la deuda pública.

Ilustración 18: Organización de la Secretaría Adjunta de Deuda Pública



Fuente: Elaboración propia en base a "Divida Publica a experiência brasileira"; 2011.

La Coordinación General de Control de la Deuda Pública (CODIV) (*back office*) se encarga de registro y control de la Deuda Pública Federal, relacionada con la reserva central, preparando la propuesta de presupuesto anual de la deuda pública, así como su ejecución financiera y presupuestaria, incluidos los pagos y los registros contables, además de las emisiones de valores que surgen de las operaciones especiales.

La Coordinación General de Planificación Estratégica de la Deuda Pública (COGEP; Middle office) tiene la función y seguimiento del desarrollo de las estrategias de financiamiento de mediano y largo plazo, el desarrollo y el seguimiento de los parámetros de riesgo de la deuda pública, la realización de investigaciones diversas para ayudar en el proceso de toma de decisiones, el análisis de las condiciones económicas y la relación con los inversionistas. La Coordinación General de Operaciones de la Deuda Pública (CODIP; front office) es responsable de la estrategia de la deuda pública a corto plazo, los procesos de emisión, a fin de financiar el déficit de la deuda pública: la experiencia brasileña gobierno, la creación de nuevos productos y las operaciones especiales.

Todos ellos están bajo la coordinación y supervisión del secretario adjunto del Tesoro de la Deuda Pública.

La formalización de las prácticas de buen gobierno también se puede lograr a través de la creación de comités, con el objetivo de compartir información y las decisiones que puedan afectar a la gestión la deuda pública. Con este fin, el Tesoro Nacional formalizó la creación del Comité de Gestión de la Deuda Pública Federal, compuesto por el secretario adjunto de la Deuda Pública del Tesoro Nacional, como presidente y los coordinadores generales (jefes de cada oficina) y los coordinadores de subsecretario.

El presidente del comité podrá requerir la presencia de otros miembros de la Tesorería Nacional a participar en las reuniones. Dicho comité se reunirá en la última semana de cada mes para discutir y proponer una estrategia de gestión de deuda pública para el próximo mes, considerando la programación de la subastas de valores de deuda interna, el plazo de un día hábil antes de la fecha de la primera subasta para el mes en cuestión.

Las decisiones importantes se establecen en reuniones mensuales y requieren el voto del Secretario de Hacienda para su aprobación. Asimismo, el comité se reúne una vez al año para, entre otras cosas, definir las directrices para la media y largo plazo para la EDMP y proponer la estrategia de financiación de la deuda para el próximo año fiscal, así como los límites del *benchmarking* que se formalicen en el marco del Plan Anual de Financiamiento.

El secretario del Tesoro, después de que el Comité aprueba la propuesta, lo presentará al ministro de Hacienda para su revisión y aprobación final. Por ello, el comité tiene una forma participativa, con autonomía de la Secretaría del Tesoro Nacional y en última instancia, la decisión es del ministro de Hacienda. Se insiste en que este modelo de gestión se ha traducido en una mejora sustancial en el proceso de gestión de la deuda pública, ya que el aumento de la normalización de los controles de operación y monitoreo de riesgos y posibles planes de mediano y largo plazo (visión estratégica) y corto plazo (visión táctica) más eficiente.

4.3 Coordinación de finanzas internacionales (Chile)

Según la pagina web del Ministerio de Hacienda de Chile, el área de finanzas internacionales asesora al ministro de Hacienda en la estrategia y monitoreo de las inversiones de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el nuevo Fondo Bicentenario de Capital Humano, así como de los demás recursos fiscales provenientes de excedentes de la Cuenta Única Fiscal. También sustenta la política de endeudamiento del Fisco, que se expresa en la emisión y colocación de bonos que contribuyan a la liquidez y profundidad de los mercados financieros locales. Para ello, trabaja en estrecha coordinación con el Comité Financiero, la Tesorería

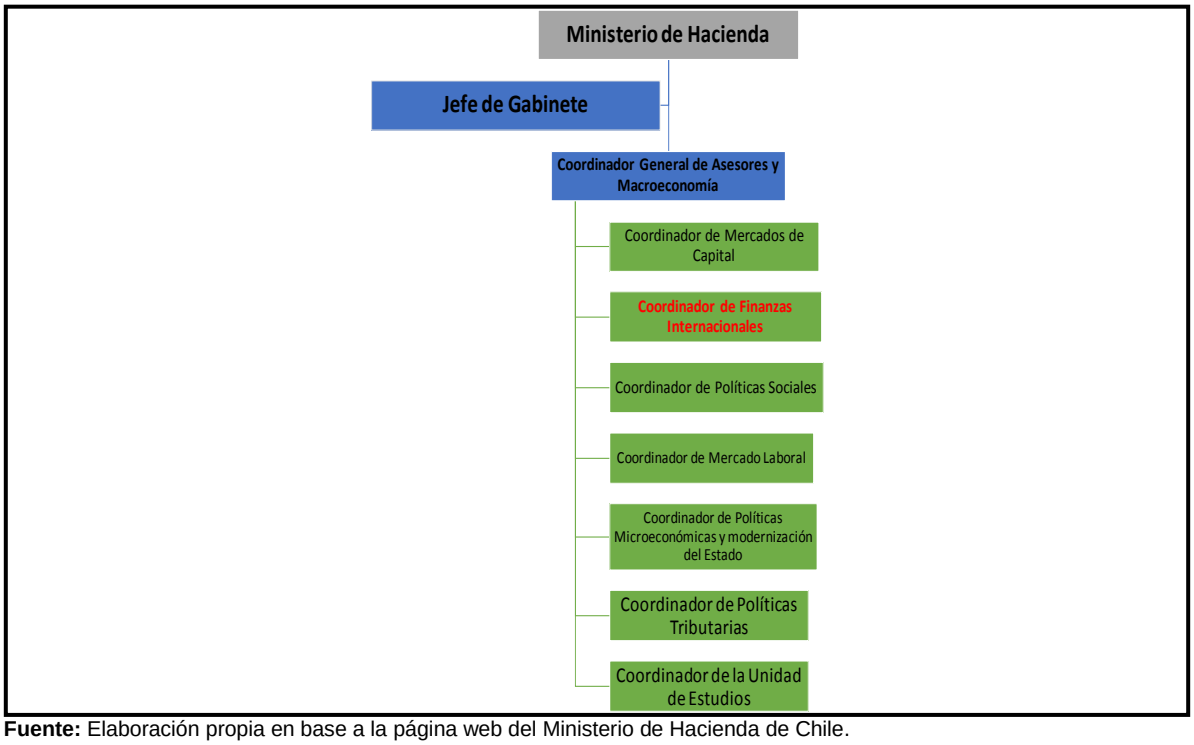
General de la República, la Dirección de Presupuestos y el Banco Central de Chile, en su calidad de agente fiscal

Coordina también las relaciones con inversionistas extranjeros y apoya la integración financiera internacional, tanto promocionando nuestros mercados como proponiendo iniciativas que potencien la vinculación de nuestro mercado de capitales con los mercados globales. Asimismo, evalúa estrategias relativas al desarrollo de nuevos instrumentos financieros de inversión o de mitigación de riesgos.

El Ministerio de Hacienda dirige la gestión macroeconómica y la administración financiera del Estado chileno, interviene en los acuerdos y tratados comerciales y financieros internacionales, supervisa instituciones bancarias, financieras, de valores y seguros, además de ejercer las atribuciones y derechos que le confiere la Ley Orgánica Constitucional del Banco del Estado de Chile.

El Ministerio de Hacienda, está organizado de la siguiente manera, siendo que la Coordinación de Finanzas Públicas, se encuentra directamente relacionada con el ministro de Hacienda.

Ilustración 19: Organización del Ministerio de Hacienda de Chile



Fuente: Elaboración propia en base a la página web del Ministerio de Hacienda de Chile.

En el caso chileno, dentro de la gestión de la deuda existe otro actor relevante como es la Dirección de Presupuestos.

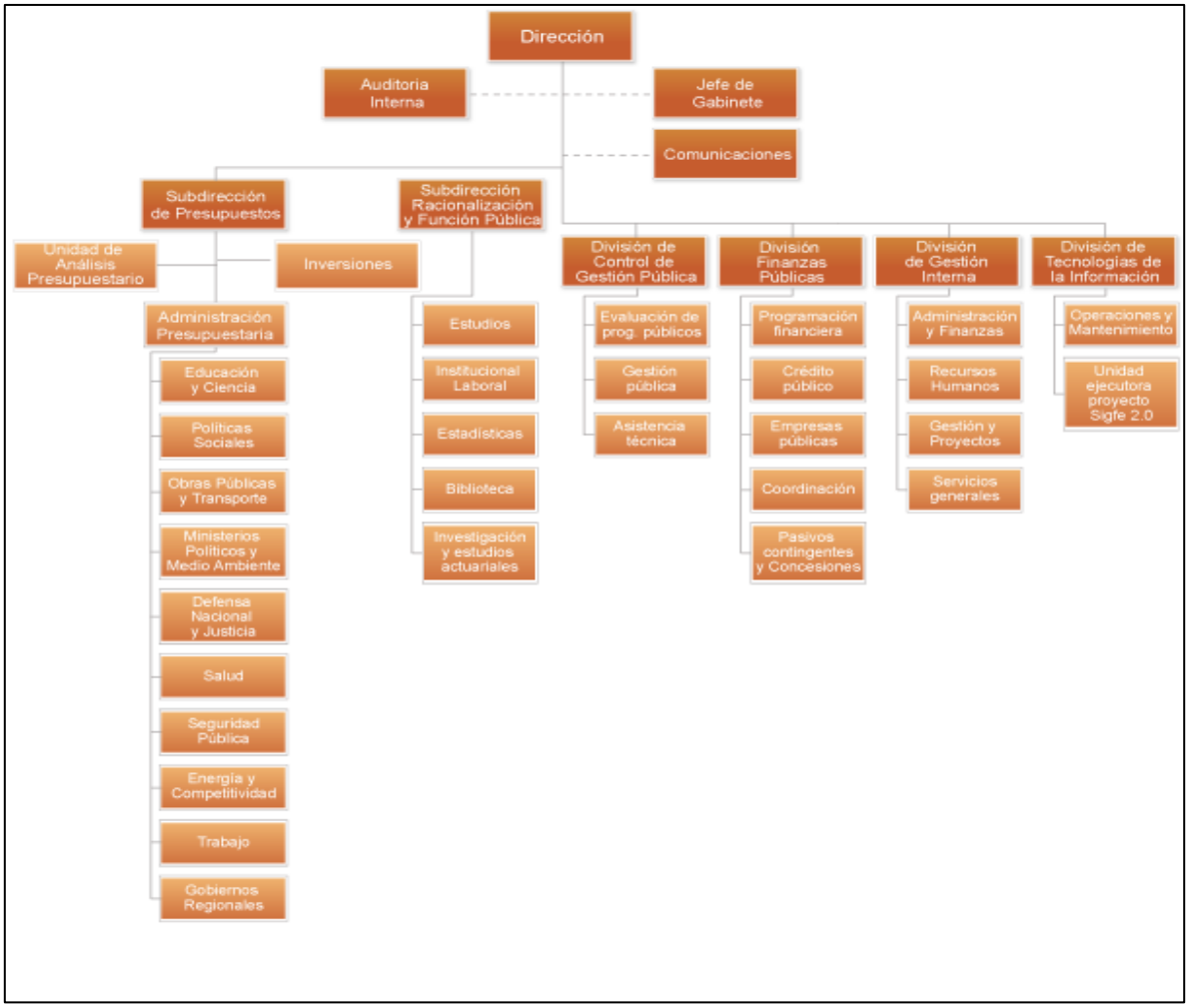
La Dirección de Presupuestos realizó por primera vez en 1998 un proceso de planificación estratégica, con la definición de su misión y la revisión de su

desempeño institucional. Su misión es "participar en la definición de la política fiscal y velar por una asignación y uso eficiente de los recursos públicos en el marco de dicha política, mediante la operación y el desarrollo de un sistema de planificación y control de gestión de estos recursos".

La lectura de la documentación general del Ministerio de Hacienda permite observar que la Dirección de Presupuestos ha ido estableciendo en forma cada vez más clara su rol en el desarrollo y operación de un sistema de planificación y control de gestión de los recursos públicos, lo que implica directamente apoyar a las instituciones en la generación de instrumentos y metodologías que permitan medir y evaluar los resultados de su gestión.

Otro aspecto importante es que la Dirección de Presupuestos (DIPRES) tiene su a cargo una pequeña unidad de crédito público encargada de llevar el control presupuestario y estadístico del endeudamiento público de Chile, a continuación se muestra un organigrama de la DIPRES.

Ilustración 20: Organigrama de DIPRES



Fuente: Página web de DIPRES

De acuerdo al CLAD, existen las siguientes distinciones de las tareas que realizan tanto la DIPRES como el Ministerio de Hacienda como tal, que se describen a continuación:

Funciones del Ministerio de Hacienda y servicios asociados	
Ministerio de Hacienda	Realiza análisis de coyuntura económica y estudios macroeconómicos; entrega apoyo y materializa las negociaciones internacionales en el área económica; supervisa el funcionamiento del mercado de capitales, se coordina con el Banco Central en temas de política económica, coordina el proceso de modernización de los servicios dependientes y relacionados con el ministerio.
Dirección de Presupuestos	Orienta y regula el proceso de formulación presupuestaria del sector público; analiza los proyectos de presupuestos presentados por los distintos organismos públicos; propone la asignación de los recursos financieros del Estado; prepara el presupuesto general del sector público; supervisa, regula y sanciona la ejecución del gasto público. Además, elabora estudios sobre las materias que implican el manejo y desarrollo de las finanzas públicas y propone políticas nacionales para la administración de personal y de las remuneraciones.

5. Instrumentos y mercados de deuda pública

A lo largo del presente acápite se desarrollará información relacionada con los instrumentos de deuda pública que emiten los diferentes países, sus objetivos y principalmente las innovaciones que han tenido para el mercado financiero internacional.

5.1 Chile y sus emisiones soberanas

Chile participa escasamente en los mercados financieros internacionales, al ser país que tiene una posición activa neta con el resto del mundo, pero como se menciona en la página web del Ministerio de Hacienda, se emiten bonos soberanos para poder abrirle las puertas de los mercados internacionales a las empresas chilenas, que quieran participar de él.

La coordinación de finanzas internacionales, descrita anteriormente, tiene un monitoreo preciso de los mercados financieros internacionales, de manera que

puede tanto invertir excedentes de manera eficiente, como emitir bonos soberanos (denominados globales) en los momentos más óptimos.

Chile, ha podido atraer inversores extranjeros, que compran títulos de deuda en diferentes monedas, a diferentes plazos, incluso ha podido reabrir algunas emisiones.

A continuación, se presentan las condiciones financieras con las que Chile ha emitido deuda en los últimos años.

Tabla 9: Condiciones financieras de títulos chilenos

Emisiones	Global 2020 en USD	Global 2020 en CLP	Global 2021 en USD	Global 2020 en CLP Reapertura	Global 2022 en USD	Global 2042 en USD
Fecha emisión	05-ago-10	05-ago-10	14-Sep-11	05-Ago-10	30-Oct-12	30-Oct-12
Fecha de pagos	05-Feb / 05-ago	05-Feb / 05-ago	14-Mar / 14-Sep	05-Feb / 05-ago	30-Abr/ 30-oct	30-Abr/ 30-Oct
Fecha vencimiento	05-ago-20	05-ago-20	14-Sep-21	05-Ago-20	30-Oct-22	30-Oct-42
Madurez en la fecha de Emisión	10:00 am	10:00 am	10 a	8 a, 11 m	10 a	30 a
Monto (MM US$)[(1)]	1,000	272,295	1.000	162.050	750	750
Tasa carátula (% a.)	3.88%	5.50%	3,250%	5,50%	2,25%	3,625%
Tasa bono Tesoro EE.UU. (% a.)	2.99%	N.A.	2,043%	N.A.	1,83%	2,96%
Tasa local bono Tesoro Chile (% a.)	N.A.	6.08%	N.A.	4,95%	5,4%	N.A.
Precio	99.88%	100.00%	99,131%	108,02%	98,858%	98,398%
Yield a la fecha de emisión	3.89%	5.50%	3,343%	4,40%	2,379%	3,714%
Spread carátula (pb)	90	-58	130	-55	55	75
Pago capital	Al final	Al final	Al final	Al final	Al final	Al final
Pago intereses	Semestrales	Semestrales	Semestrales	Semestrales	Semestrales	Semestrales
Vigencia	Vigente	Vigente	Vigente	Vigente	Vigente	Vigente

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Hacienda; 2013

Podemos señalar que algo que llama la atención, es que el tipo de instrumento que se elige en el periodo de tiempo 2010-2012, son bonos “bullet”, es decir que pagan un cupo semestral y el principal se paga al final de periodo.

Otro aspecto, es que los bonos pueden tener diferentes periodos de maduración en una misma emisión.

En comparación con los bonos del tesoro estadounidense, existe un *spread* máximo de 130 puntos base, y como otros tienen una tasa de interés menor a la tasa de interés de referencia.

En relación a las monedas, existen emisiones tanto en dólares como en pesos chilenos, esto podría reducir los riesgos cambiarios, y beneficiaría al país como señal de credibilidad de que la moneda chilena es solida y confiable.

Los pagos de los cupones, están ordenados de manera de concentrar fuertemente salidas de capital en determinados meses del año. Es así que el primer cupón se paga entre los meses de (febrero-abril) y el segundo cupón del año entre los meses de (agosto-octubre).

Finalmente el rendimiento se coloca normalmente bajo la par y solo en una ocasión se colocó sobre la par.

Cabe señalar que los instrumentos de deuda descritos anteriormente son los que están vigentes a la fecha, otros instrumentos financieros de los que se pudo recabar información, pero que fueron pagados y vencidos son los que se presentan a continuación.

Tabla 10. Condiciones financieras bonos soberanos chilenos 1999-2004

Emisiones	Global 2005	Global 2007	Global 2008	Global 2009	Global 2012	Global 2012 Reapertura	Global 2013
Fecha emisión	18-abr-02	18-abr-02	28-ene-04	21-abr-99	11-oct-01	30-oct-02	08-ene-03
Fecha de pagos	25-Ene / 25-abr	23-Ene / 23-jul	28-Ene- Abr-Jul-Oct	28-Abr / 28-oct	11-Ene / 11-jul	11-Ene / 11-jul	15-Ene / 15-jul
Fecha vencimiento	25-jul-05	23-jul-07	28-ago-08	28-abr-09	11-ene-12	11-ene-12	15-ene-13
Madurez en la fecha de Emisión	3 a, 3 m	5 a, 3 m	4:00 am	10:00 am	10 a, 3 m	9 a, 2 m	10:00 am
Monto (MM US$)[1]	300 €	600	600	500	650	100	1,000
Tasa carátula (% a.)	5.13%	5.63%	Libor (3M) + 0,40%	6.88%	7.13%	7.13%	5.50%
Tasa bono Tesoro EE.UU. (% a.)	4.41%	4.51%	-	5.18%	4.66%	3.96%	3.99%
Precio	99.63%	99.66%	99.88%	99.86%	99.24%	107.09%	99.09%
Yield a la fecha de emisión	5.24%	5.67%	-	6.93%	7.22%	6.11%	5.62%
Spread carátula (pb)	83 [2]	116	-	175	256	215	163
Pago capital	Al final	Al final	Al final	Al final	Al final	Al final	Al final
Pago intereses	Semestrales [3]	Semestrales [3]	Trimestrales	Semestrales	Semestrales [3]	Semestrales [4]	Semestrales
Vigencia	Vencido y pagado	Vencido y pagado	Vencido y pagado	Vencido y pagado	Vencido y pagado	Vencido y pagado	Vencido y Pagado

Fuente: Página web Ministerio de Hacienda de Chile

En relación al periodo anterior comparado, podemos observar que los títulos se colocaban generalmente bajo la par, tenían plazos más cortos y los montos de las emisiones eran más cortos, de solo 3 a 5 años.

Si bien se puede observar que las tasas de interés son notoriamente más altas en este periodo, pueden existir mejoras en la calificación de riesgo que hayan hecho reducir la tasa de interés de un periodo respecto a este segundo, o tal vez que la crisis financiera de 2008, haya mejorado la posición de países en desarrollo como opciones para diversificar riesgos.

En el periodo 2005-2009 no existió participación de Chile en los mercados internacionales de deuda pública, esto puede deberse a la regla de balance estructural explicada anteriormente, que de alguna manera limitó el endeudamiento público chileno, este efecto sea contrarresta cuando existió la crisis financiera y el terremoto del 27 de febrero.

Un detalle no menor, es que este periodo Chile estaba dispuesto a endeudarse con una tasa de interés variable, como es la LIBOR a 3 meses, que podría generarle algún tipo de riesgos, cuando existiese una subida drástica de dicha tasa.

5.2 Emisiones de bonos soberanos colombianos

Una característica interesante del caso colombiano, es que a partir del año 1989 ha participado de los mercados internacionales bursátiles, ha sido uno de los países pioneros de la región en la incursión de estos mercados.

De acuerdo a la página web del la Dirección de Planeación Nacional (DPN), los objetivos ligados a las emisiones de bonos soberanos están relacionados con financiar proyectos de inversión relevantes, que sean de gran envergadura.

Asimismo, se caracteriza Colombia por una participación activa en la emisión de bonos soberanos, con distintos plazos, monedas y mercados.

A continuación mostraremos los bonos vigentes, los cuales siguen pagando cupones.

Tabla 11: Bonos Colombianos Vigentes

Bono	Fecha Emision	Fecha Vencimiento	Plazo (años)	Cupon	Pagadero	Moneda Original	Estructura	Monto Emitido (moneda original)	Monto Emitido (en USD)	Precio Emision
1996										
8.70% 16	12-feb-96	15-feb-16	20	8,700%	Semestral	USD	Bullet	200.000.000	200.000.000	99,868
1997										
8.375% 27	14-feb-97	15-feb-27	30	8,375%	Semestral	USD	Bullet	250.000.000	250.000.000	99,884
2000										
11.75% 20	25-feb-00	25-feb-20	20	11,750%	Semestral	USD	Bullet	500.000.000	500.000.000	97,530
11.75% 20 (reopening 1)	08-mar-00	25-feb-20	20	11,750%	Semestral	USD	Bullet	250.000.000	250.000.000	100,000
11.85% 28	17-mar-00	09-mar-28	28	11,850%	Semestral	USD	Bullet	22.285.000	22.285.000	
Prefinanciamiento 2002										
11.75% 20 (reopening 2)	14-ago-01	25-feb-20	19	11,750%	Semestral	USD	Bullet	325.000.000	325.000.000	96,375
2003										
10.375% 33	28-ene-03	28-ene-33	30	10,375%	Semestral	USD	Bullet	500.000.000	500.000.000	92,514
10.375% 33 (reopening 1)	11-jul-03	28-ene-33	30	10,375%	Semestral	USD	Bullet	135.000.000	135.000.000	114,750
2004										
8.125% 24	21-ene-04	21-may-24	20	8,125%	Semestral	USD	Bullet	500.000.000	500.000.000	95,154
2005										
8.25% 14	20-sep-04	22-dic-14	10	8,250%	Semestral	USD	Bullet	500.000.000	500.000.000	98,248
TES Global 12% 15	24-feb-05	22-oct-15	10	12,000%	Anual	COP	Bullet	757.430.000.000	324.990.775	99,418
Prefinanciamiento 2006										
8.25% 14 (reop 1)	19-jul-05	22-dic-14	10	8,250%	Semestral	USD	Bullet	500.000.000	500.000.000	106,625
8.125% 24	21-sep-05	21-may-24	20	8,125%	Semestral	USD	Bullet	500.000.000	500.000.000	103,750
FRN 15 Libor 3M + 180	16-nov-05	16-nov-15	10	L 3M + 180	Trimestral	USD	Bullet	400.000.000	400.000.000	100,000
TES Global 12% 15 (reop 1)	21-dic-05	22-oct-15	10	12,000%	Anual	COP	Bullet	568.822.000.000	249.995.385	118,124
TES Global 12% 15 (reop 2)	13-mar-06	22-oct-15	10	12,000%	Anual	COP	Bullet	537.373.000.000	238.179.304	129,156
Prefinanciamiento 2007										
7.375% 17	27-jul-06	27-ene-17	10,5	7,375%	Semestral	USD	Bullet	1.000.000.000	1.000.000.000	99,482
TES Global 12% 15 (reop 3)	16-ago-06	22-oct-15	10	12,000%	Anual	COP	Bullet	716.412.000.000	299.988.694	115,789
7.375% 37	19-sep-06	18-sep-37	31	7,375%	Semestral	USD	Bullet	1.000.000.000	1.000.000.000	99,062
7.375% 37 (reop 1)	08-nov-06	18-sep-37	31	7,375%	Semestral	USD	Bullet	468.400.000	468.400.000	102,875
TES Global 9,85% 27	28-jun-07	28-jun-27	20,01	9,850%	Anual	COP	Bullet	1.924.515.000.000	999.987.010	100,000
Financiamiento 2008										
7.375% 17 (reop 1)	15-ene-08	27-ene-17	9,03	7,375%	Semestral	USD	Bullet	650.000.000	650.000.000	109,500
7.375% 37 (reop 2)	15-ene-08	18-sep-37	29,68	7,375%	Semestral	USD	Bullet	350.000.000	350.000.000	110,000
Financiamiento 2009										
7.375% 19	13-ene-09	18-mar-19	10,18	7,375%	Semestral	USD	Bullet	1.000.000.000	1.000.000.000	99,136
JPY 2,42% 19 Garantía JBIC	18-nov-09	27-nov-19	10,03	2,420%	Semestral	JPY	Bullet	45.000.000.000	500.000.000	100,000
Prefinanciamiento 2010										
7.375% 19 (reop 1)	21-abr-09	18-mar-19	9,91	7,375%	Semestral	USD	Bullet	1.000.000.000	1.000.000.000	99,990
6,125% 41	20-oct-09	18-ene-41	31,24	6,125%	Semestral	USD	Bullet	1.000.000.000	1.000.000.000	99,597
Financiamiento 2010										
TES GLOBAL 7,750% 21	14-abr-10	14-abr-21	11,00	7,750%	Anual	COP	Bullet	1.528.831.000.000	799.986.918	100,000
TES GLOBAL 7,750% 21 (reop 1)	12-jul-10	14-abr-21	10,76	7,750%	Anual	COP	Bullet	938.780.000.000	499.973.371	107,424
Financiamiento 2011										
4,375% 21	05-jul-11	12-jul-21	10,02	4,375%	Semestral	USD	Bullet	2.000.000.000	2.000.000.000	99,599
Financiamiento 2012										
6,125% 41 (Reop 1)	10-ene-12	18-ene-41	29,02	6,125%	Semestral	USD	Bullet	1.500.000.000	1.500.000.000	117,738
TES GLOBAL 4,375% 23	14-sep-12	21-mar-23	10,52	4,375%	Anual	COP	Bullet	1.000.000.000.000	555.688.303	98,995
Financiamiento 2013										
2,625% 23	22-ene-13	15-mar-23	10,15	2,625%	Semestral	USD	Bullet	1.000.000.000	1.000.000.000	99,179

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público- Colombia

De acuerdo a la información recabada, se puede observar un gran número de operaciones, así por ejemplo bonos que fueron emitidos en 1997, tienen como fecha de vencimiento el 2017.

La mayoría de los títulos valores, se han estructurado como “bonos bullet”, siendo en la mayoría de los casos el pago semestral. En relación a los plazos son muy variables, pero en general tienen plazos mayores a 5 años.

Otro aspecto destacable, es la existencia de transacciones tanto en dólares como una creciente tendencia a la emisión de bonos en pesos colombianos, que están orientados a reducir riesgos cambiarios y se convierten en una señal de que los inversionistas confían en la solidez de las finanzas colombianas.

Existen un par de operaciones, que consisten en *swaps* de monedas, con el yen japonés. A estas operaciones las denominan “samurái”.

Al igual que en el caso chileno, se optan por tener tasas de interés fijas, salvo con un instrumento que tiene tasa variable. Asimismo cabe señalar que las tasas de intereses han ido bajando con el tiempo. Esto implica una mayor confianza en Colombia por parte de los inversores o que la postcrisis se ha visto en general en Latinoamérica como una opción para diversificar portafolios de Inversión, considerando que el mismo efecto fue identificado tanto en Chile como en Colombia.

5.3 Instrumentos de deuda pública externa de Brasil

Brasil, es uno de los países más activos en los mercados financieros internacionales, no valdría la pena incluir la cantidad de emisiones y de bonos vigentes que tiene. Sin embargo, en el presente apartado se describirá, los principales instrumentos financieros que tiene.

De acuerdo al Informe de Divida Publica, se pueden observan los siguientes instrumentos con sus respectivas características.

Tabla 12: Instrumentos de deuda externa de Brasil

Título	Moneda de Origen	Plazos de Emisión (Regla General)	Pago del Principal	Intereses	Patrón de Conteo de días
Global	Dólar	10-30 años	Al vencimiento	Varia según emisión	30/360
BRL	Real	10,15 y 20 años	Al vencimiento	Varia según emisión	30/360
Euro	Euro	10 años	Al vencimiento	Varia según emisión	dc/dc
A-Bond	Dólar	Vencimiento en 2018	En 18 partes iguales	8% a.a pagos semestrales	30/360

Fuente: Manual do Divida Publica

Los 4 tipos de instrumentos son tranzados en los mercados internacionales, el global normalmente orientado más a mercados tradicionales como el de estadounidense y el británico. Existe un bono específico que se tranza en mercados europeos. Pero también existe un bono que se tranza en reales, y que, como hemos explicado anteriormente, da una señal de mercado de la confianza que pueden tener los inversionistas extranjeros de la moneda brasilera.

Un bono con características particulares, es el denominado “A-bond” que tiene un plazo determinado y amortiza su capital en cuotas iguales, paga una tasa fija independientemente de las condiciones de mercado.

La sofisticación financiera brasilera, hace que anualmente se emitan por lo menos 4 títulos valor y que el mercado de deuda sea muy activo, esto implica que la oficina de deuda pública brasilera, anteriormente ya descrita, monitoree y haga seguimiento a los mercados bursátiles tanto primarios como secundarios de una manera muy cuidadosa, para emitir bonos en los momentos más propicios.

6. Endeudamiento subnacional

Como preámbulo del siguiente apartado, es importante recordar que la Constitución del Estado Plurinacional de Bolivia, reconoce que Bolivia será un país con autonomías. Esto implica que al menos se reconocen 5 niveles de gobierno: el central, el departamental, el municipal, el regional y el indígena originario campesino.

Lo anterior redunda en que existen nuevos actores institucionales que pueden financiar sus actividades, emitiendo deuda interna a través de bonos, letras, etc.; o recurriendo a organismos internacionales de crédito.

Algo no menor, es que en la Ley Marco de Autonomías, se dejó abierta la posibilidad de promulgar una ley de endeudamiento público, que establezca los principios, procesos y procedimientos para la contratación de créditos y la administración del endeudamiento público. El único precepto que se tiene claro es que para deuda externa, esta deberá ser autorizada por la Asamblea Legislativa Plurinacional, y que en el caso de deuda interna, esta deberá ser autorizada por el ejecutivo encargado de la finanzas públicas.
El único instrumento para identificar la solvencia de las entidades subnacionales, es el precepto incluido en el Artículo 35 de la Ley N° 2042 referido a:

- El servicio de la deuda (amortizaciones a capital, intereses y comisiones) comprometido anualmente, no podrá exceder el 20 % de los ingresos corrientes recurrentes percibidos en la gestión anterior.
- El valor presente de la deuda total no podrá exceder el 200 % de los ingresos corrientes recurrentes percibidos en la gestión anterior.

Esto sin embargo, lleva a tener una regla fiscal pro-cíclica, ya que dependerán de los ingresos del periodo anterior, la posibilidad de contratar deuda pública. Otro aspecto importante es que esta norma pone en la misma condición a todas las entidades subnacionales, siendo que existen algunas con mayores ingresos, principalmente por el efecto que tienen los ingresos por hidrocarburos a las regiones productoras.

Por las razones anteriormente señaladas es importante revisar las experiencias de Colombia y Brasil, que han diseñado mecanismos relacionados para el control del endeudamiento subnacional.

6.1. Las finanzas públicas subnacionales de Colombia

A mediados de los años noventa, el endeudamiento excesivo de los gobiernos subnacionales propició un paulatino consenso para discutir y reforzar los posibles mecanismos de coordinación y control.

Como primera respuesta, los gobiernos centrales han intentado ejercer un control directo sobre las jurisdicciones subnacionales imponiendo restricciones administrativas sobre sus posibilidades de endeudamiento. Sin embargo, se observaron los tradicionales inconvenientes que suele predecir la teoría (selección adversa, riesgo moral y falta de transparencia en el otorgamiento de préstamos), relativizando sus efectos sobre los niveles de endeudamiento subnacional.
Colombia destaca en este panorama porque ha emitido una cantidad importante de normativa para controlar el endeudamiento subnacional y tratar de mitigar los posibles inconvenientes anteriormente señalados, como ser la selección adversa, el riesgo moral, etc. Para este fin, es relevante contar con una autoridad del nivel central que pueda ir revisando periódicamente las finanzas públicas de las entidades subnacionales.
A continuación, se muestra una tabla que resume las principales leyes inherentes a la temática del endeudamiento subnacional colombiano.

Tabla 13: Leyes Colombianas relacionadas al endeudamiento subnacional

Ley 358/1997	Establece un sistema de "semáforos" que restringe el endeudamiento de acuerdo con la capacidad de pago de los Gobiernos Locales
Ley 550/1999	Cobija los gobiernos locales y las entidades descentralizadas que enfrentan una situación fiscal critica, y establece el marco regulatorio para la reestructuración de las empresas y entidades locales. Acuerdos de saneamiento
Ley 617/2000	Los gobiernos locales deben cubrir su gasto corriente con el ingreso corriente de libre destinación y gastar una porción de estos en inversión. Limites al gasto
Acto legislativo 01/ 2001	Desligó las transferencias del Sistema General de Participación a las entidades territoriales de los ingresos corrientes de la Nación, garantizando entre 2002 y 2008 un crecimiento estable de dicho rubro
Ley 715/2001	Mejora los criterios del gasto en educación y salud
Ley 819/2003	Regula las operaciones de crédito público de acuerdo a criterios de mercado. Los gobiernos locales están obligados a generar un superávit primario que garantice el pago de la deuda

Fuente: ILPES-CEPAL; "Responsabilidad Fiscal Subnacional en América Latina; 2007".

La Ley 358 de 1997, en su Artículo 2 entiende la capacidad de pago cuando los intereses de la deuda al momento de celebrar una nueva operación de crédito, no superan el cuarenta por ciento (40 %) del ahorro operacional. Además que las operaciones de crédito público solo pueden financiar gasto de inversión. De esta forma, se coloca una restricción a que ninguna entidad territorial podrá, sin autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, contratar nuevas operaciones de crédito público cuando su relación intereses/ahorro operacional supere el 60 % o su relación saldo de la deuda/ingresos corrientes supere el 80 %.

Para aquellas entidades subnacionales que no logren satisfacer dichas restricciones, se les impone un plan de desempeño orientado a reestablecer la solidez económica y financiera de la entidad. Una vez la entidad logre superar la restricción del indicador intereses/ahorro = 40 %, la entidad podrá salir del plan de desempeño.

El sistema anterior permite imponer ciertas señales. Aquellas entidades que tengan luz roja, deberán someterse al plan de desempeño y no podrán realizar operaciones de crédito público. La luz amarilla califica a las entidades que pueden realizar operaciones de crédito público, ya que cumplen con las condiciones impuestas por el nivel central.

Otro cuerpo jurídico importante de revisar, es la Ley N° 819 de 2003 que establece que tanto el nivel central deberá fijar metas de superávit primario, y que los departamentos, distritos y municipios de categorías especial, deberán establecer una meta de superávit primario para cada vigencia con el fin de garantizar la sostenibilidad de su respectiva deuda. Para dicho fin, anualmente las entidades mencionadas deberán presentar a la respectiva asamblea o concejo, a título informativo, un marco fiscal de mediano plazo.

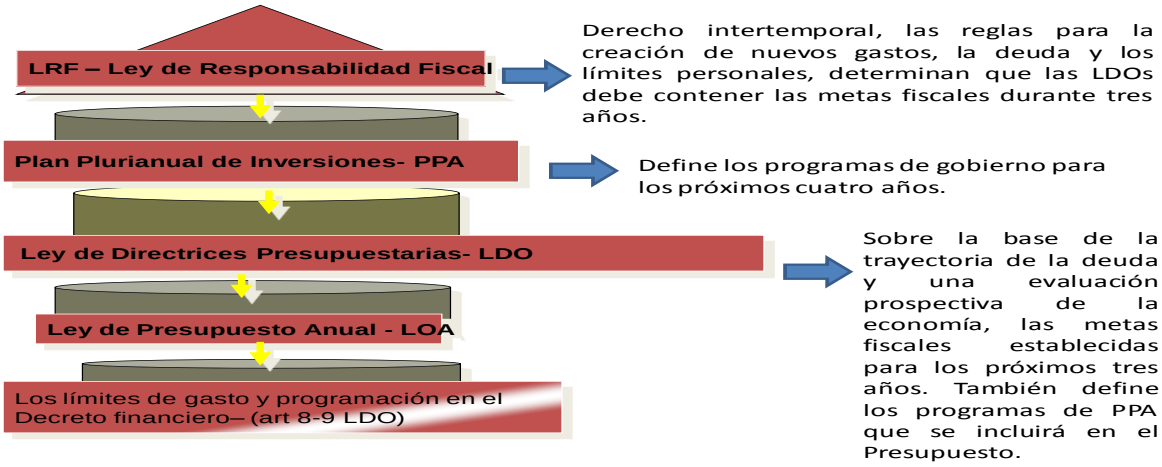
6.2 Descentralización fiscal de Brasil

El caso brasilero tiene sus particularidades, tal como vimos anteriormente al ser una república federativa, tiene al menos tres niveles de gobierno que se relacionan, pero que a la vez tienden a estar separados por el grado de autonomía que tienen para realizar sus operaciones.

Al revisar el marco constitucional, se constató que en Brasil no existía ninguna intromisión de ningún otro nivel de gobierno superior. Sin embargo, es importante señalar que para ordenar las finanzas públicas de los distintos niveles subnacionales, se han introducido nuevas normativas que permiten precautelar por la salud de los municipios y de los estados.

El modelo, que se explicará a continuación está relacionado con el modelo presupuestal brasilero.

Ilustración 21: Modelo de presupuesto brasilero



Fuente: Alburquerque, A; 2011; "Reglas Fiscales para los gobiernos subnacionales en Brasil".

El poder legislativo de la Federación a través de la Ley de Responsabilidad Fiscal aprueba los gastos, deuda y límites que superar en el periodo presupuestario.

A través del Plan Plurianual de Inversiones (PPA) se definen las prioridades de financiamiento, es decir los programas que se llevarán a cabo en el periodo de gobierno.

En la Ley de Directrices Presupuestarias, se definen las metas fiscales, haciendo un pronóstico de las cifras fiscales entendibles para 3 años, definiendo qué programas se financiarán del PPA.

Anualmente con la Ley Presupuestaria, se autorizará al Ejecutivo para que en el Decreto Financiero establezca los límites de gasto y, por consiguiente, de la contratación de deuda.

A manera de ejemplo, se reflejan en la presente tabla los límites establecidos por la Resolución del Senado Federal ns. 40 y 43.

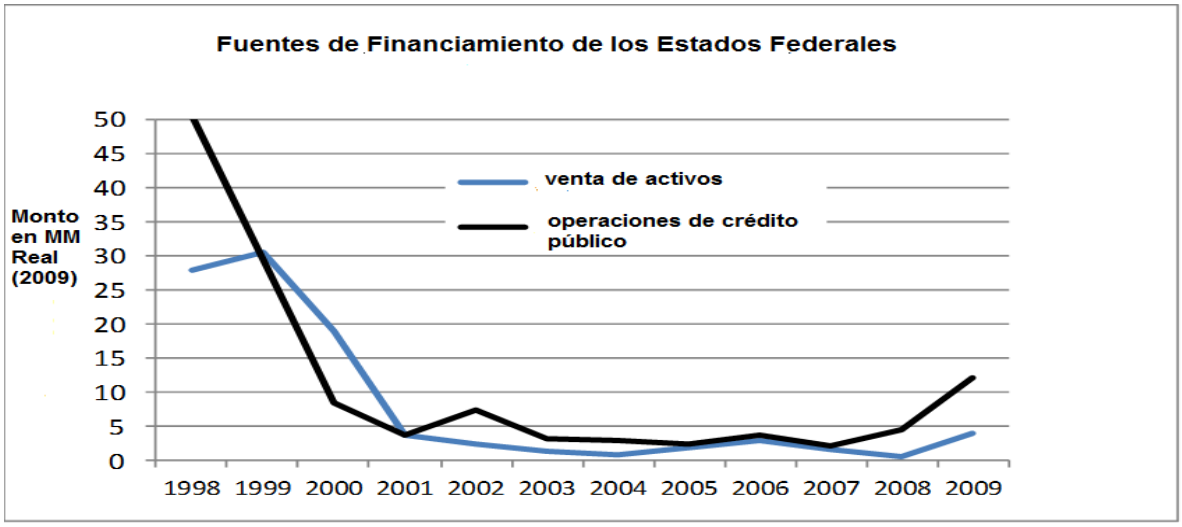
Tabla 14: Limites de deuda pública establecidos en Brasil

	Límite como % de los Ingresos Corrientes Netos (ICN)
Monto Anual de Contrataciones	**16%**
Servicio de Deuda Anual	**11,5%**
Deuda Consolidada	
- Estados	**200%**
- Municipios	**120%**
Garantías	**22%**
Operaciones de Corto Plazo	**7%**

Fuente: Res. Senado federal ns 40 y 43.

A partir del modelo explicado anteriormente, se dieron resultados sumamente interesantes en la finanzas subnacionales brasileras, es decir esto significó que existiesen cambios drásticos, en cómo los estados federales se financiaban, ya que se vuelve obligatorio contar con la autorización y conversar con el Tesoro para poder realizar operaciones de crédito público.

Gráfica 9: **Evolución de las fuentes de financiamiento en Brasil**



Fuente: Alburquerque, A; 2011; "Reglas Fiscales para los gobiernos subnacionales en Brasil".

Los aportes más significativos de este modelo, es que partir de la Ley de Responsabilidad Fiscal, existe una figura jurídica con la que las entidades subnacionales, deben presentar los siguientes documentos:

- Informes periódicos, con los que es posible conocer la situación fiscal de un gobierno durante el año.
- Cada dos meses, los gobiernos deben presentar una declaración con saldos nominales y primarios.
- Cada cuatro meses, deben presentar la deuda consolidada neta y demostrar el cumplimiento de metas fiscales intermediarias.
- Esto, junto con las revisiones de ingresos y gastos bimestrales, permite tener una buena visión de la situación fiscal del gobierno y si esta situación es compatible con el cumplimiento de los objetivos fiscales.

Finalmente en el caso de Brasil, se tiene contemplada la existencia de una regla de oro, que establece que está prohibido realizar operaciones de crédito que superen los gastos de capital.

Por lo que vimos el modelo brasilero, muestra una correspondencia entre los programas priorizados y las necesidades de financiamiento. La idea de la regla de oro, es importante ya que limita que gasto operativos sean financiamiento con

deuda pública, reconociendo que esta deuda pública podrá ser importante para financiar gastos de capital, de acuerdo a la priorización sectorial que se tenga.

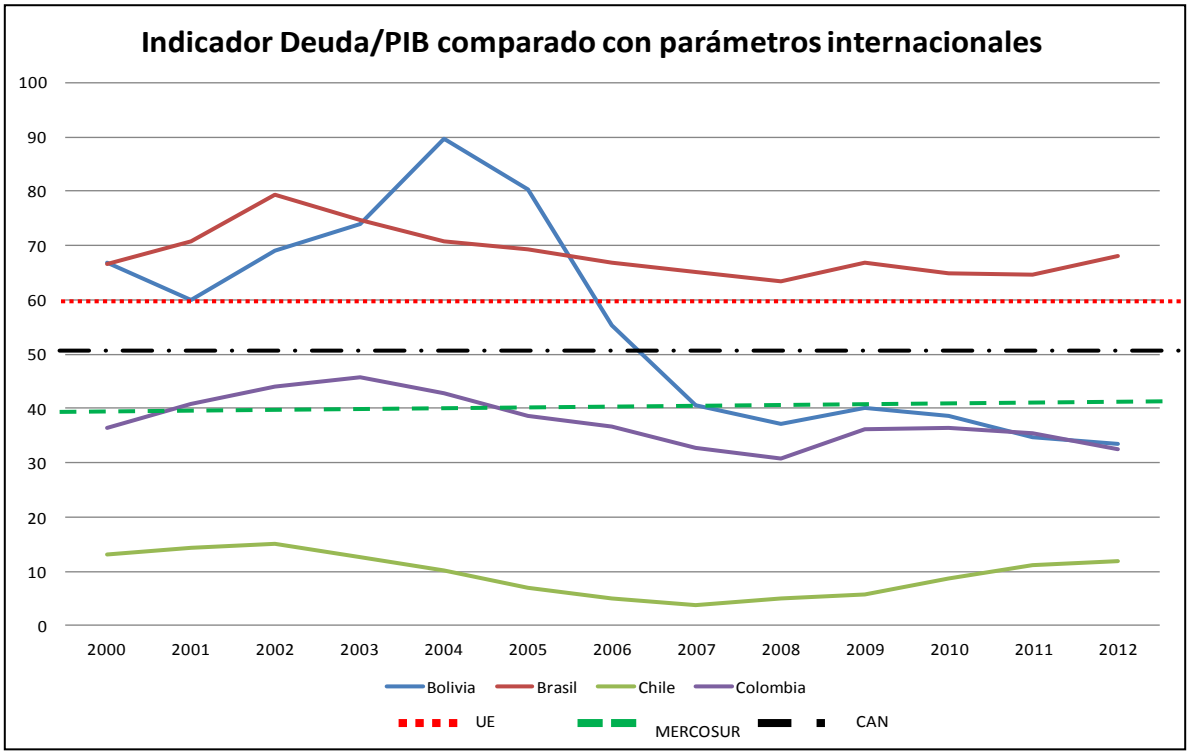
7. Comparación de los países según indicadores de sostenibilidad de deuda pública

En el siguiente apartado, se hará una revisión histórica de algunos de los principales indicadores de sostenibilidad de los países, para ver cómo es que se enmarcan sus estrategias de endeudamiento público a mediano.

7.1 Indicador deuda/PIB

Si bien al inicio del presente capítulo, se mostró este indicador, será ilustrativo volverlo a ver en relación a los parámetros internacionalmente reconocidos para este, como son el Tratado de Maastricht, y los parámetros fijados por la CAN y MERCOSUR.

Gráfica 10: Comparación deuda /PIB con indicadores internacionales



Fuente: Elaboración propia en base a datos FMI; 2013.

Tal como mencionamos anteriormente, se observa una tendencia de Chile por mantener un ratio deuda/PIB bajo, que cumple con los 3 parámetros internacionales.

Bolivia en los últimos años ha reducido su ratio deuda/PIB, gracias a los programas de alivio y condonación de deuda que hoy lo sitúan por un nivel cercano al 40 % solicitado por la MERCOSUR.

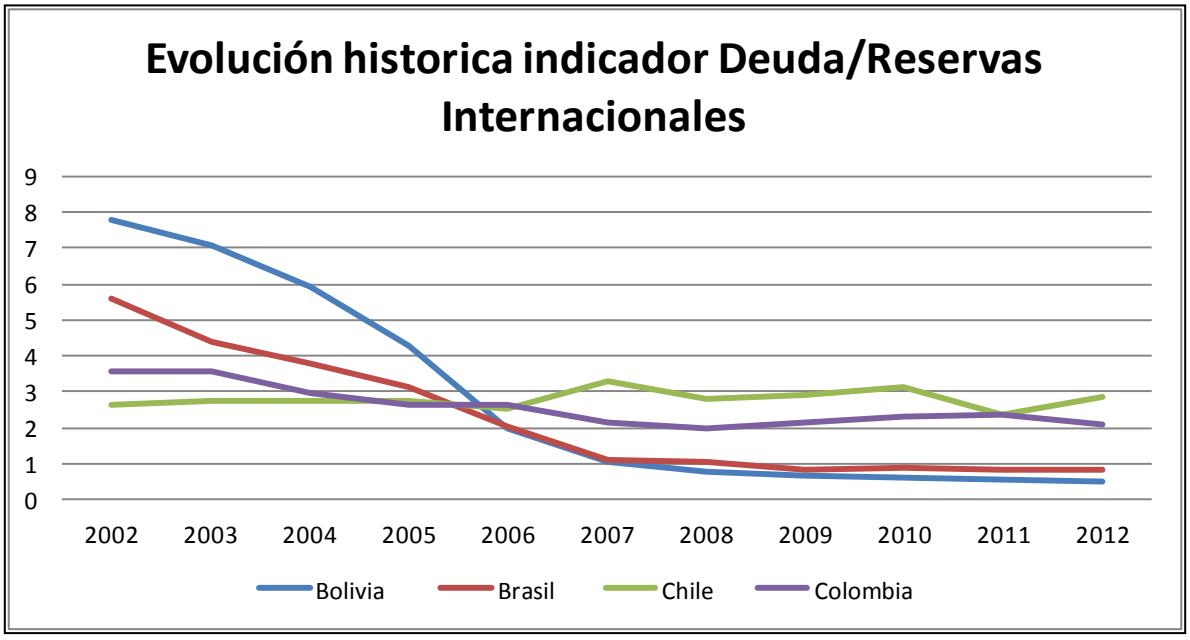
Colombia sitúa su ratio, cercano al parámetro establecido por el MERCOSUR, oscilando entre un 40 %-35 %. Mientras que el país que mantiene un ratio deuda/PIB alto es Brasil, que supera los tres parámetros internacionales comparados.

7.2 Indicador deuda/reservas internacionales

Es un indicador interesante, que muestra cómo se pueden pagar los pasivos internacionales con respecto a la cantidad de activos con los que se cuentan.

Un ratio deuda/reservas internacionales alto, supone que para cubrir los pasivos internacionales, se requieren de recursos internos. Por lo que a medida que este indicador sea más bajo significará que los pasivos internacionales pueden ser fácilmente cubiertos por activos internacionales.

Gráfica 11: Indicador deuda/reservas internacionales



Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL; 2013

Tal como se observa en la gráfica, Bolivia tenía hasta 8 veces más pasivos que activos internacionales, esto refleja una situación de eventual insostenibilidad. Producto de la condonación de la deuda y de la política de acumular reservas internacionales, vemos que dicho ratio ha caído abruptamente, teniendo una posición en la que la deuda puede ser pagada con los reservas internacionales.

Otro país que ha tenido una evolución parecida de dicho indicador es Brasil, que de tener 5,5 veces más pasivos que activos, se observa que también es un país que hoy por hoy puede pagar su deuda usando sus reservas internacionales.

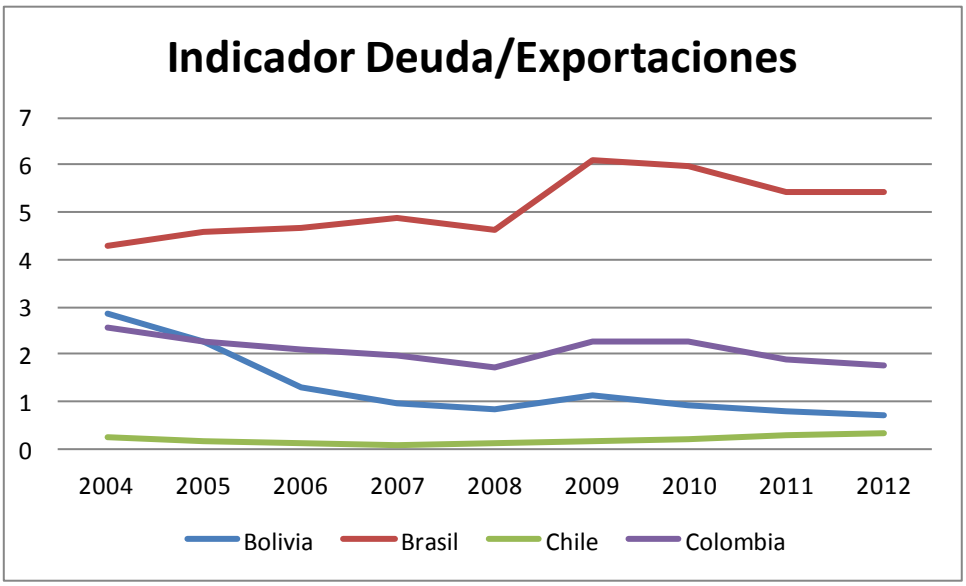
Los casos de Colombia y Chile tienen otra tendencia, de hecho para el año 2002 tenían un ratio menor al de Bolivia y Brasil; pero que para el año 2012 está por encima de ambos países. Esto se puede deber a una política de reservas óptimas, establecida por cada autoridad monetaria.

7.3 Indicador deuda/exportaciones

Este indicador está orientado a establecer una relación, entre el flujo de comercio de un país y su deuda, es decir cuánto de la deuda de un país puede ser pagado por sus propias importaciones.

Si este ratio es alto, significa que la economía estaría dispuesta a renunciar a recursos para financiar su deuda.

Gráfica 12: Evolución del ratio deuda/exportaciones



Fuente: Elaboración propia en base a datos FMI-BM; 2013.

En relación a este ratio podemos observar, cómo la deuda de Bolivia representaban 3 veces su deuda, ha ido evolucionado a casi poder pagarla con el monto de sus exportaciones.

Chile ha mantenido siempre un ratio bajo, es decir el monto de su deuda siempre ha sido menor que el de sus exportaciones, de manera que mantiene una posición activa con el resto del mundo.

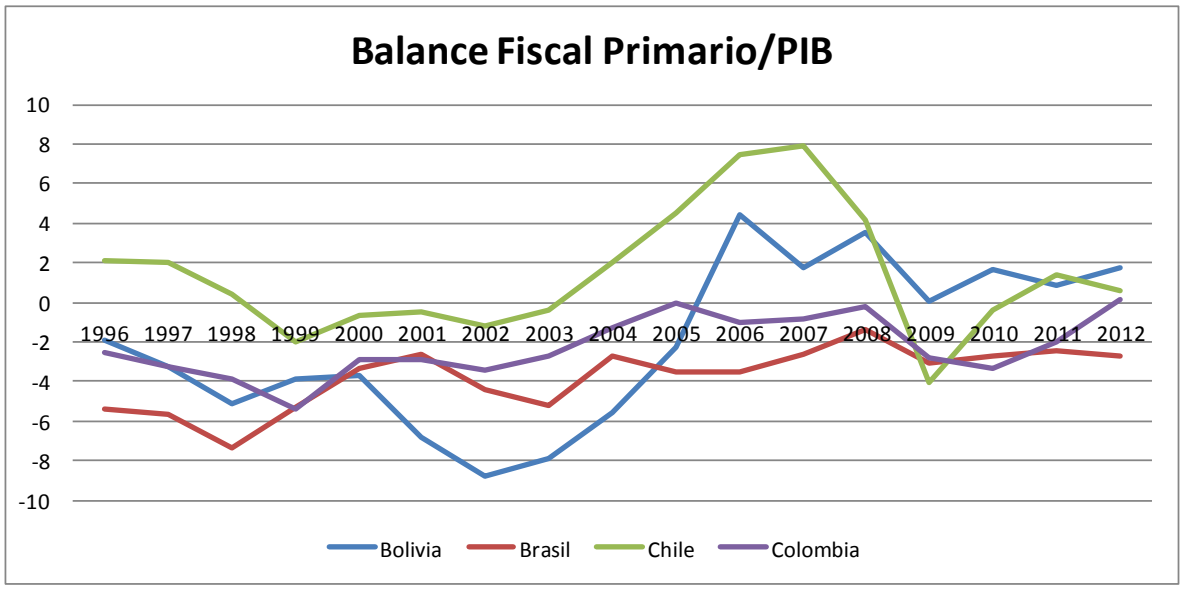
Brasil, muestra que su deuda supera de 4 a 6 veces sus niveles de exportaciones por lo que para pagar su deuda deberá usar otros fondos que se producen internamente. Esto para un país tan grande como Brasil, no implica necesariamente un riesgo grande.

El caso colombiano, mantiene un nivel de deuda mayor a sus exportaciones en un 200 %, sin embargo a lo largo del periodo de tiempo observado, se puede deducir cierta estabilidad en dicho indicador.

7.4 Balance primario/PIB

Este indicador, presenta el resultado fiscal primario mostrando si es que hubo un déficit o un superávit, en economía, se conoce a este balance como "sobre la línea" y nos ayuda a observar las necesidades de financiamiento que puede tener un país por "debajo la línea".

Gráfica 13: Evolución del balance fiscal primario



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI; 2013.

Este indicador tiene números negativos correspondientes a una situación de déficit, esto implica que la economía necesitará de financiamiento para cubrir el vacío fiscal. Cuando comparamos la muestra de 4 países podemos observar que tanto Bolivia, Colombia y Brasil muestran una tendencia deficitaria para el periodo comprendido entre 1996-2006, ya que Bolivia a partir de ese año ha mostrado tener una situación superavitaria que le permite solidez fiscal. En tanto para el caso colombiano, muestra una tendencia superavitaria que fue afectada durante los años 2008-2009 producto de la crisis internacional que afecto a los países con mayor exposición internacional.

Finalmente se pueden ver dos tendencias diferentes entre Brasil y Chile. Siendo Brasil un país con déficit constantes y Chile con superávit constante. El caso chileno se debe principalmente a que mantiene una regla de balance estructural, que impiden que haya grandes desajustes fiscales con excepción de los años 2008-2009 que se vieron afectados por la crisis financiera internacional.

7.5 Indicadores macroeconómicos

Los principales indicadores macroeconómicos para los países seleccionados se presentan en la tabla 15 en la que se observa como común denominador los procesos de consolidación fiscal, dependencia de precios de *commodities,* ingresos medios, mejoras en la gestión de la deuda entre los principales.

Tabla 15: Algunos indicadores macroeconómicos y financieros de los países seleccionados (2012)

	Pib per cápita nominal (Usd)	Deuda bruta del Gobierno General	Cuenta Corriente de la balanza de	Balance Fiscal	PIB	Inflación	Volumen de importación de bienes y servicios	Volumen de exportación de bienes y servicios
		En % del PIB			**Tasa de variación**			
Brasil	11,359	68.0	-2.4	-2.7	0.9	5.4	-2.3	-0.3
Colombia	7,919	32.6	-3.2	0.3	4.0	3.2	10.7	4.7
Chile	15,410	11.9	-3.5		5.6	3.0	4.8	0.9
Bolivia	2,514	33.4	7.8	1.8	5.2	4.5	-0.8	11.8

Nota: En el caso de Chile corresponde al balance fiscal estructural.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI; 2013

A nivel específico, Brasil se está recuperando gradualmente de un crecimiento bajo iniciado a mediados de 2011 con inflación elevada. La política monetaria contractiva empezó y existe incertidumbre sobre la inversión en un contexto de deterioro de términos de intercambio.

En 2012 el ratio de la deuda bruta del sector público no financiero para Brasil en términos del PIB (68 %) declinó gradualmente con relación a la pasada década (en 2002 se registró un ratio de 79 %). Los superávits primarios consecutivos durante varios años y el crecimiento económico explican este comportamiento. Durante este periodo la gestión adecuada de deuda también mejoró la estructura de endeudamiento como el alargamiento de plazos, el reemplazo de la deuda en moneda extranjera con tasas variables a deuda indexada a títulos domésticos con tasas fijas, y la deuda doméstica indexada a la inflación y baja participación de la tenencia de no residentes de la deuda interna. El cuadro siguiente muestra la mejora de la gestión de la deuda en términos de participación, estructura de maduración y perfil de la deuda. Finalmente, la reducción de la deuda pública también permitió una caída en el pago de intereses.

Tabla 16: Composición de deuda Brasilera

Brasil: Indicadores de Deuda

	2002	2012
Participación en el total de la deuda en porcentaje		
Deuda externa	23.8	3
Deuda doméstica en poder de no residentes	1.9	13.9
Deuda doméstica en poder de residentes	74.2	83.1
Estructura de maduración del total de deuda		
Plazo de maduración promedio en años	3.6	4
Porcentaja de maduración en el próximo año	34.6	24.4
Perfil de la deuda doméstica		
Tasa fija	2.2	41.2
Indexada a inflación	12.5	35.5
Tasa variable	62.9	22.8
Tipo de cambio	22.4	0.6

Fuente: IMF. "Staff Report for the 2013 article IV Consultation"; 2013.

La arquitectura fiscal en Brasil requiere de mejoras como: i) adhesión del superávit primario fiscal de 3 % establecido en la Ley del Presupuesto en un marco de compensaciones entre el gobierno federal y los gobiernos subnacionales, ii) mantener la disciplina de los gobiernos subnacionales, iii) mantener la prudencia del gasto, iv) reconocer los riesgos contingentes, y v) monitorear el crecimiento sostenido de la banca pública financiada con transferencias del tesoro.

La economía colombiana se caracteriza por su manejo prudente macroeconómico, influjos de capital sostenidos que financian ampliamente el déficit en cuenta corriente que permiten a su vez generar superávit en la balanza global. La política fiscal es prudente y es guiada por la regla de balance estructural. El presupuesto de 2013 estima un incremento en la inversión pública mientras las autoridades se adhieren a la meta de consolidación fiscal de mediano plazo estimando que se reduzca el déficit estructural de largo plazo de 1 % del PIB por el 2022. Cabe resaltar que la política fiscal de corto plazo se enmarca en marco fiscal de mediano plazo aprobada por el Congreso. El desempeño fiscal es destacable desde 2009, en 2012, el sector público no financiero registró un superávit de 0.3 % del PIB (tabla 15).

En el caso chileno, el desempeño económico es sorprendente dado que en el marco de la crisis financiera global y el terremoto en 2012 la economía se sobrepuso rápidamente. Este comportamiento es resultado de varios factores incluyendo las reformas estructurales pero básicamente las reglas basadas en un manejo transparente, política monetaria bajo un esquema de metas de inflación, régimen de tipo de cambio flexible que configura una mayor credibilidad de su Banco Central.

Finalmente, para Bolivia, en el año 2013 el país logró el crecimiento más alto de los últimos 15 años y una mejora sustancial en el nivel de vida de la población, gracias a los amplios programas sociales dirigido a reducir la desigualdad en la distribución del ingreso. En 2013, el crecimiento mantuvo similar estructura siendo la demanda interna la que más contribuyó y no solamente las exportaciones de hidrocarburos.

La estabilidad macroeconómica se refleja en un conjunto de indicadores, como ser: los sostenidos superávits en las cuentas externas y fiscales, el dinamismo de la actividad económica, el nivel de precios estable, los elevados niveles de reservas internacionales, bajo endeudamiento público, entre otros. Estos indicadores pueden apreciarse desde hace ocho años, mientras que el *boom* de precios de materias primas empezó mucho antes y tuvo una duración más corta.

La política macroeconómica ha logrado aislar al país de los efectos de las crisis internacionales y proporciona la suficiente confianza a los agentes económicos. Ello junto a la orientación de la economía hacia un rol más ampliado del sector público ha permitido un crecimiento sostenible, un producto potencial mayor y una capacidad de ahorro que permite enfrentar eventuales impactos externos. La gestión de la deuda fue eficiente a través del alargamiento de plazos, cambio de estructura de endeudamiento hacia tasas de interés y fijas y el incremento de la deuda pública en moneda nacional disminuyendo por ello el riesgo cambiario entre otros.

8. Resultados de la comparación cualitativa entre los países seleccionados

RESUMEN: REVISIÓN DE GESTIÓN DE DEUDA EN PAÍSES SELECCIONADOS				
	Brasil	**Chile**	**Colombia**	**E.P de Bolivia**
Aspectos Institucionales				
¿Cuáles son los preceptos constitucionales acerca de la administración de la deuda pública?	Existen 3 niveles de gobierno, la Unión de Estados, los Estados Federales /Distrito Federal y los Municipios. se observa cierto principio de descentralización operativa y centralización normativa, donde el Senado tiene como atribución de proponer leyes en materia de deuda pública, operaciones de crédito público, emisiones de títulos valor, fijar límites globales de deuda entre los principales	La CPE se reserva dos casos importantes en materia de deuda pública para el control legislativo, por una parte aquellos contratos de préstamos que excedan la duración del periodo presidencial, y para las operaciones que comprometan tanto directa como indirectamente la responsabilidad financiera del Estado	La atribución del Congreso trasciende al poder Ejecutivo (nivel Central)	La CPE en su artículo 297 señala que la deuda pública interna y externa son competencias exclusivas del nivel central del Estado
¿Qué actores institucionales están presentes en la administración de la deuda pública?	Unión de Estados, Estados Federales, Municipios y Senado	Poder Legislativo, Estado (organismos y municipalidades)	Congreso, Presidente de la República y Contraloria	Asamblea Legislativa Plurinacional y los gobiernos subnacionales
¿Quién autoriza los contratos de deuda pública?	Senado	Poder Legilastivo	El Congreso	Asamblea Legislativa Plurinacional

RESUMEN: REVISIÓN DE GESTIÓN DE DEUDA EN PAÍSES SELECCIONADOS				
	Brasil	**Chile**	**Colombia**	**E.P de Bolivia**
Oficina de Administración de Deuda Pública				
¿Quién es el gestor de deuda pública?	Secretaria adjunta de Deuda Pública	Ministerio de Hacienda	Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional	Viceministerio del Tesoro y Crédito Público y Viceministerio de Inversión Pública y
¿Cómo está organizada la oficina de deuda pública?	A partir de noviembre de 1999, la Secretaría del Tesoro Nacional ha puesto en práctica un nuevo marco de organización para la gestión de la deuda, basado en la experiencia internacional de la oficina de gestión de la deuda. La oficina de la deuda pública consta de tres servicios principales: i) registro, control, pago y contabilidad de las deudas, ii) elaboración de estrategias de mediano y largo plazo y iii) diseño e implementación de estrategias de corto plazo.	No existe una sola oficina. Existe un nivel de coordinación permanente. Existe un trabajo continuo entre la Coordinación de Finanzas Internacionales del Ministerio de Hacienda, la Tesorería General de la República, la Dirección de Presupuestos y el Banco Central de Chile	El modelo colombiano integra las funciones de: i) dirección, administración y realización de las operaciones de tesorería conocida como front office para ello se coordina con las Subdirecciones de financiamiento interno, externo y financiamiento con organismos multilaterales y gobiernos, ii)definición de las directrices, políticas y estrategias de riesgo relacionadas con las operaciones de crédito público conocida como middle office) y iii) cordinación de la asignación y administración de la cuenta única nacional (Back office).	No se cuenta con una oficina integrada que tenga visión de corto y largo plazo
¿Existen conflictos de interés al administrar la deuda pública?	Se minimizan, ya que se define claramente las funciones y atribuciones para la gestión de la deuda	Las negociaciones extrapresupuestarias no son guiadas por un procedimiento explícito. Existe coordinación entrre el Ministerio de Hacienda, Comités de expertos independientes que estiman precios para los próximos 10 años por ejemplo del Cobre y estimaciones del PIB para los próximos 5 años	Se minimizan con la clara definición de las funciones y atribuciones para la gestión de la deuda	Existe una débil definición de funciones y atribuciones de la gestión de deuda. Se cuenta con el Consejo Interministerial de Deuda Pública que se reune esporádicamente
Incursión en los Mercados Financieros				
¿Con qué instrumentos de deuda pública cuenta?	Presenta diversificación de instrumentos (Global, Real, Euro, A- Bond)	Se coloca un título denominado global en los mercados financieros internacionales cuando Chile registra una posición activa neta con el resto del mundo	La República de Colombia ha emitido bonos con opciones, algunas de las cuales ya han sido ejecutadas	Se realizarón dos emisiones de bonos soberanos
¿Con qué frecuencia se emiten titulos valor?	Varia, según plazos, mercados y monedas	En 2012 se volvió a emitir deuda en mercados inter	Varia, según plazos, mercados y monedas	Anual
¿Cuál es el principal objetivo de emisión de deuda pública?	Consolidar las curvas de rendimiento brasileñas en mercados estratégicos, allanar el camino para	Tener referencias internacionales	Financiar proyectos de inversón de gran envergadura	Financiar proyectos de inversón de gran envergadura
¿Cuáles son las mayores innovaciones que se han realizado en el mercado financiero?	Emisión dinámica y su monitoreo	Se emite bono bullet	Bonos bullet, con pagos semestrales y plazos muy variables, Swaps de monedas, de tasas de interés, canje de deuda y otros	La segunda emisión se colocó por debajo de la par
¿Se visibilizan riesgos cambiarios, de tipos de interés y cómo los mitigan?	Si	Si pero bajos	Si	Si

RESUMEN: REVISIÓN DE GESTIÓN DE DEUDA EN PAÍSES SELECCIONADOS				
	Brasil	**Chile**	**Colombia**	**E.P de Bolivia**
Endeudamiento Subnacional				
¿Cuáles son las restricciones del endeudamiento subnacional que existen?	Inicialmente se queria depender de la disciplina de mercados, empero desde 1980 se introdujo el enfoque basado en reglas.El nuevo endeudamiento no puede exceder el 16% de los ingresos corrientes y el servicio de la deuda no puede exceder el 11,5% de los ingresos corrientes	No tiene Chile es centralizado. Los Gobiernos locales no tienen permiso de endeudarse pero si las empresas públicas pero previa aprobación del gobierno central	Se establece el sistema semáforos, las entidades con luz amarilla son capaces de endeudarse sólo con perimiso del Ministerio de Hacienda y la con luz roja tienen que aceptar un plan de ajuste	La Ley 2042 establece restricciones para que el servicio de deuda no exceda el 20% de los ingresos corrientes y que el valor presente de la deuda total no exceda el 200% de los ingresos
¿Qué instrumentos pueden tener los gobiernos subnacionales	Deuda bancaria	No tiene Chile es centralizado. Los Gobiernos locales no tienen permiso de endeudarse pero si las empresas públicas pero previa aprobación del gobierno central	La deuda de los Gobierno Subnacional está concentrada en la banca comercial interna (56% del total). El 80% de la deuda está concentrada en pocas ciudades y departamentos. La emisión de titulos de deuda y los préstamos de banca multilateral son prácticas realizadas por las ET de mayor tamaño	Deuda bancaria
¿Existe una relación entre el gestor de deuda a nivel nacional con los gestores de deuda subnacionales?	No. Existe endeudamiento financiero directo	No tiene Chile es centralizado. Los Gobiernos locales no tienen permiso de endeudarse pero si las empresas públicas pero previa aprobación del gobierno central	Si bien existe un marco legal definido para regular las operaciones de crédito público de las ET, en el mismo no se detalla una estrategia especifica de gestión de la deuda.	Si, es tuición del gobierno central, pero se pueden dinamizar las operaciones de las entidades territoriales (ET)
Riesgos e indicadores de solvencia				
¿Cuál es la solvencia que tienen los países para emitir deuda pública?	Se cuenta con directices que permitan determinar las estrategias óptimas que permitan mantener el costo y el riesgo de la deuda pública a niveles viables. Se cuenta con un marco para la gestión de activos y pasivos	El manejo prudente fiscal que pasa a un estado de institucionalización y consolidación. Se introduce la práctica de construir presupuestos ajustados por el ciclo y la regla del balance estructural. En 2006 se continua con la Ley de Responsabilidad Fiscal, formalizando el enfoque estuctural de la política fiscal y estableciendo los fondos soberanos para invertir los ahorros fiscales	La estrategia de deuda estuvo abocada a la reducción de la vulnerabilidad del país	Bolivia posee unos de los ratios de Reservas/PIB más alto y una posición internacional acreedora
¿Qué tanto están dispuestos a endeudarse?	A la par de la necesidad de políticas macroeconómicas sólidas y estables como condición previa para formular una gestión de la deuda, el desarrollo de mercados de deuda tiene también importancia fundamental	La prudencia fiscal está enmarcado en algunas variables macroeconómicas claves, entre ellas el tipo de cambio real y la volatilidad de la actividad económica. Velando por niveles de deuda bajos incrementa la credibilidad del tesoro como emisor y mejora el acceso al financiamiento externo y reduce el costo de préstamo para las empresas que emiten en mercados internacionales, los bonos soberanos actuan como referencia	Considerando que niveles razonables de endeudamiento de un país en desarrollo pueden aumentar su crecimiento económico. La deuda externa utilizada en inversiones productivas acelera el desarrollo económico.	Acelera el desarrollo económico y social mediante una inversión más intensa y un crecimiento más rápido. El umbral del marco de sostenibilidad de deuda de las instituciones Bretton Woods muestra que si el ratio valor presente de la deuda/exportaciones es menor a 150%, existen aportes al crecimiento del PIB per cápita. En este sentido, el incremento de la deuda aumentaría la inversión productiva y promovería el crecimiento económico ya que, a septiembre de 2013, Bolivia registra un ratio de 38,4%, situándose en el tramo ascendente de la mencionada curva.
¿Cuáles son los mayores riesgos a los que se enfrenta la gestión de la deuda?	El Tesoro brasileño ha logrado extender los plazos medios de vencimientos de deuda y suvizar el perfil de rescate. Se presta atención al monto de la deuda con vencimiento a corto plazo (1 año). Los riesgos inherentes a la estructura actual de la deuda se evalúan en función de las características de los activos, los ingresos tributarios y otros flujos de caja disponibles para el servicio de la deuda. Los resultados muestran que los administradores de deuda deberán tratar de lograr na composición de la deuda basada más en instrumentos con tasa de interés fija e indexados. Se adivierten descalces con el riesgo de tasa de interés y tipo de cambio. La estrategia de deuda también incluye la gestión de caja.	El sector fiscal es deudor neto, existen una magnitud importante de pasivos contingentes y existen vulnerabilidades por restricciones al financiamiento	Los mayores riesgos identificados son los de refinanciamiento y del mercado. Por ello, el Comité Asesor de Deuda Pública ha establecido parámetros sobre: i) refinanciamiento, es decir que no más del 15% de la deuda externa puede vencer en un año, ii) composición de monedas priorizando la de dólar en un 83%, euro 13% y yen japonés 4%, iii) composición de tasas de interés, donde las tasa fijas y semifijas deben ser mayor a 70% y iv) duración modificada no debe exceder el 3,5 de años para el caso de la deuda externa. En el caso de la deuda interna se estableció que: i) no más del 20% de la deuda interna podrá vencer en un año, ii) la deuda en pesos colombianos debe estar en un rango entre 92-96% ; indexada 4-8%, iii) no existe ninguna tasa de interés de referencia para este tipo de deuda	Falta de Coordinación entre los stakeholders, que tienen que ver con la gestión de la deuda. No existe consistencia entre la planificación estrategica del país y la gestión de la deuda. Existen riesgos cambiarios y no se hace seguimiento a mercados secundarios de deuda, lo que podria ir en decrimento de una futura emisión.

En síntesis:

- Chile, que apuesta más a una disciplina fiscal, a una fuerte centralización de las finanzas públicas y a una escasa participación en los mercados de deuda, la misma que se remite a abrirles mercado a las empresas chilenas que quieren participar en mercados financieros internacionales.
- Brasil, que tiene una oficina de deuda pública compleja, tiene un nivel mayor de descentralización de sus finanzas públicas y una participación muy activa en mercados internacionales de capital.
- Colombia, quien tiene grados de descentralización de sus finanzas públicas, ha participado activamente en mercados internacionales de deuda, pero que tiene una estructura de oficina de deuda pública, parecida a la de Bolivia.
- Habiendo recogido tres escenarios posibles para la estrategia de endeudamiento público de mediano plazo, uno moderado (Chile), uno activo (Colombia) y otro sumamente activo (Brasil), habrá que recordar que a Bolivia le interesa recoger fondos para la ejecución de su Plan Nacional de Desarrollo, pero que este demanda exista a su vez en escenarios de sostenibilidad macroeconómica, por lo que puede sacar importantes lecciones de estas experiencias.
- Brasil, ha mostrado a través de su organización de la gestión de la deuda pública mayores beneficios en cuanto a la reducción de costos y menor exposición a riesgos cambiarios, de tasas de interés. Por lo que esta lección deberá ser considerada para mejorar la actual gestión de deuda en Bolivia
- La lección más importante de Chile, es que un país pequeño, abierto y altamente dependiente de los precios de los *commodities*, puede buscar mecanismos para que no se afecten duramente sus finanzas públicas ante *schocks* externos.
- Colombia ha tenido una excelente incursión en los mercados financieros internacionales, mostrando solvencia fiscal y teniendo mayor control en sus finanzas subnacionales, pudiendo mitigar los problemas de agencia entre el gobierno central y las entidades territoriales subnacionales.
- Se deberán buscar mecanismos, como el de Colombia, para ir subsanando las finanzas territoriales de aquellos gobiernos subnacionales que no tienen capacidad de pago y que necesitan acceder a fondos a fín de ejecutar sus proyectos de inversión y búsqueda de financiamiento para el desarrollo de las regiones.

CAPITULO IV RECOMENDACIONES Y CONCLUSIONES

Como se ha señalado, el elevado endeudamiento y un portafolio mal estructurado hace al gobierno y la economía más vulnerable a las perturbaciones económicas y financieras, y de hecho se constituyó en factor crucial de las crisis económicas. En este sentido es importante que las autoridades presten suficiente atención a las ventajas de contar con una estrategia prudente de gestión de la deuda y a los costos relacionados con una gestión macroeconómica deficiente y con niveles de deuda excesivos.

La gestión de la deuda pública debe establecer e implementar una estrategia con el objeto de obtener el monto de financiamiento requerido, procurar objetivos de costo y riesgo, desarrollar mercados eficiente para la deuda soberana, garantizar que el crecimiento de la deuda pública sea sostenible, asegurar que su servicio sea atendido.

Los indicadores macroeconómicos de los países analizados, muestran que Brasil tiene el endeudamiento del gobierno general más alto en porcentaje del PIB, es también el único país que presentó déficit fiscal en 2012 y la inflación más alta. Excepto Bolivia, el resto de países presenta déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Llama la atención también el cambio de endeudamiento externo hacia interno que se observa en Brasil y las elevadas tasas de interés internas en este país.

En este contexto, la situación macroeconómica de Bolivia es buena; sin embargo el análisis hace referencia a un momento determinado, en tanto que la gestión de deuda debe extrapolar tendencias de mediano y largo plazo, incorporando además los planes de inversión y financiamiento que tenga el gobierno. Además, se debe tomar en cuenta que el Estado es cada vez más importante en el nuevo modelo económico y social de Bolivia. En este sentido, Bolivia tiene un ambicioso Plan Nacional de Desarrollo cuya ejecución necesariamente implicará la necesidad de acudir a endeudamiento público.

Con respecto al análisis comparativo sobre las prácticas de gestión de la deuda en los países analizados, se ha identificado que la Constitución Política del Estado de Bolivia tiene una disposición muy prudente en cuanto al endeudamiento público se refiere, ya que obliga a que toda contratación de deuda pública debe ser autorizada por la Asamblea, incluyendo tanto al gobierno central como a los gobiernos subnacionales y empresas públicas. Sin embargo, la gestión operativa no se ha desarrollado en consistencia con el mandato constitucional, ya que Bolivia no cuenta con una instancia de administración que asegure la coherencia entre la contratación y el pago. Al respecto, se puede recoger recomendaciones importantes de la literatura revisada y de la experiencia de Brasil y Colombia que han desarrollado marcos institucionales para la gestión de deuda pública.

Las recomendaciones generales para contar con una estrategia de endeudamiento público de mediano plazo coherente con las necesidades de

financiamiento que tiene el Plan Nacional de Desarrollo y que garantice la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica en Bolivia son las siguientes:

- Es muy importante la creación de una instancia que gestione la deuda y rinda cuentas sobre la responsabilidad por las decisiones de su competencia. En principio, no necesariamente es imprescindible que el organismo sea independiente, puede estar ubicado en el Ministerio de Economía por la importancia de mantener los vínculos claves con otros elementos del gobierno, por ejemplo la política presupuestaria. La coordinación de la política de la gestión de la deuda con la política fiscal y monetaria es de importancia tal que argumenta a favor de la centralización de las funciones en el Ministerio de Economía.

- Actualmente, en Bolivia existen *stakeholders* en la administración de la deuda pública que pertenecen a diferentes instancias de gobierno. En este sentido, se propone la unificación de las tareas del Viceministerio de Inversión Pública y Financiamiento Externo con el Viceministerio del Tesoro y Crédito Público, en lo que a gestión de deuda pública se refiere; ya que en la actualidad, ambos viceministros que participan en la contratación de deuda, pertenecen a diferentes ministerios.

- Es fundamental contar con una estrategia de endeudamiento a mediano y largo plazo. Esto implica:

    - Lineamientos claros sobre el nivel y la cartera óptima de la deuda.
    - Contar con proyecciones fiscales que incorporen eventuales choques mediante análisis de sensibilidad (p.e el precio de los hidrocarburos en el caso de Bolivia).
    - Definir qué proyectos pueden ser financiados con recursos de la banca privada, antes de emitir títulos valor en mercados internacionales.
    - Observar atentamente al mercado internacional, tanto primario como secundario para ver el comportamiento de las emisiones de bonos soberanos. Ver qué señales de mercado hay, ver si se pueden hacer innovaciones en cuanto a los plazos, monedas y otros mercados financieros potenciales.
    - Observar el comportamiento de la cooperación de los organismos internacionales, ver qué proyecciones y cambios se piensan introducir para Bolivia, en cuanto a sus condiciones financieras, otorgamiento de cuotas.
    - Coordinar periódicamente con los gobiernos subnacionales y empresas públicas sobre sus necesidades de financiamiento y proyectos de inversión que tienen en mente.
    - Evaluar las reglas fiscales que se tienen actualmente para el endeudamiento de los gobiernos subnacionales, incluyendo aspectos relacionados a sus obligaciones (p.e el número de habitantes) y sus ingresos (p.e si estos gobiernos subnacionales son productores de

hidrocarburos), así como la necesidad de evitar pasivos contingentes.
    - Mejorar los procedimientos de planificación y ejecución presupuestaria, vinculado con mayor precisión la captación de fondos con su uso efectivo.

- Considerar también la dinámica de la deuda pública interna que se origina en las operaciones del Banco Central de Bolivia. El marco de coordinación macroeconómica debe incluir también metas relacionadas con el endeudamiento del sector público consolidado, tomando en cuenta los objetivos monetarios relacionados con el control de la liquidez en la economía y los objetivos fiscales de financiamiento del gasto público.

Bibliografía

1. Aguilar, M., Arana, R., & Quiroga, T. (2001). El Balance Fiscal Macroeconómicamente Ajustado: Una Aplicación para el caso Boliviano en el Periodo 1990 -2000 .
2. Aldunate, E. (s/a). *Responsabilidad Fiscal Subnacional en América Latina.* Santiago de Chile: CEPAL/ILPES.
3. Alesina, A., & Perotti, R. (1999). Budget deficits and budget institutions.
4. Annett , A., & Jaeger, A. (2004). ¿Contribuirá el Pacto de Estabilidad y Crecimiento a equilibrar la disciplina con la flexibilidad fiscal? *Europa en busca de disciplina fiscal*.
5. *Banco Central de Bolivia*. (05 de 12 de 2013). Obtenido de www.bcb.gob.bo
6. *Banco Mundial*. (22 de 12 de 2013). Obtenido de http://datos.bancomundial.org
7. Banco Mundial, & Fondo Monetario Internacional. (2009). Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo.
8. Blanchard, O. (1990). Suggestions for a New Sey of Fiscal Indicators. *OECD Economics and Statistics Department, Working Papers N° 79*.
9. Brasilero, T. (23 de 11 de 2013). Obtenido de www.tesouro.gov.br/divida_publica
10. CEPAL. (2013). Panorama fiscal de América Latina y el Caribe Reformas tributarias y renovación del pacto fiscal.
11. *Comisión Económica para América Latina y el Caribe*. (21 de 12 de 2013). Obtenido de www.estadisticas.cepal.org
12. Coronado, J. (2009). Sostenibilidad de las Finanzas en los Gobiernos Subnacionales.
13. Coronado, J. (2013). *Gestión de la Deuda Subnacional en América Latina.* México: CEMLA.
14. Cosio-Pascal , E., & Borresen, P. (2002). EL PAPEL Y LA ORGANIZACIÓN DE UNA OFICINA DE LA DEUDA . *Programa SIGADE Documento técnico Nº 1* .
15. Crispi, J., & Vega, A. (2003). Sostenibilidad y Regla Fiscal: Análisis e Indicadores para Chile.

16. de Albuquerque, A. T. (2011). *Reglas Fiscales para los gobiernos subnacionales en Brasil.* San Francisco de Campeche, México: Banco Central de Brasil.

17. *Dirección de Presupuestos*. (13 de 11 de 2013). Obtenido de www.dipres.gob.cl

18. Estado Plurinacional de Bolivia. (2009). *Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia.*

19. *Fondo Monetario Internacional*. (10 de 08 de 2013). Obtenido de www.imf.org

20. Fundación Jubileo. (2009). ¿Continúa la cadena de la deuda externa en Bolivia? *Reporte de Coyuntura Nº 8*.

21. García Serrador, A. (2004). Teoría General sobre reglas fiscales.

22. Golebiowski, G., & Marchewka-Bartkowiak, K. (2011). GOVERNANCE OF THE PUBLIC DEBT MANAGEMENT AGENCY IN SELECTED OECD COUNTRIES.

23. Hemming, R., & Kell, M. (2001). Promoting fiscal responsibility: transparency, rules, and independent.

24. Hoogdwin, L., Öztürk, B., & Wierts, P. (2010). Public Debt Managers´ Behaviour: Interactions with Macro Policies. *DNB Working Paper*.

25. Investors, I. (s.f.). *http://www.institutionalinvestor.com/Research/4143/Global-Rankings.html*. Recuperado el 10 de 10 de 2013, de http://www.institutionalinvestor.com/Research/4143/Global-Rankings.html: http://www.institutionalinvestor.com/Research/4143/Global-Rankings.html

26. Jimenéz, J. P. (2007). *Relaciones Fiscales Entre Niveles De Gobierno En América Latina: Temas Pendientes Y Desafíos.* Morelia, Michoacán, México : CEPAL.

27. Leong, D. (1999). Debt Management – Theory and Practice. *Treasury Occasional Paper No. 10*.

28. Marcel , M., Tokman, M., Benavides, P., & Valdes, R. (2001). Balance Estructural del Gobierno Central Metodología y Estimaciones para Chile: 1987-2000. *Estudios de Finanzas Públicas*.

29. Martner, R., & Tromben, V. (2004). La sostenibilidad de lde deuda pública. *Revista de la CEPAL N° 84*, 99-113.

30. *Ministerio de Economía y Finanzas Públicas*. (05 de 12 de 2013). Obtenido de www.economiayfinanzas.gob.bo

31. *Ministerio de Hacienda*. (05 de 12 de 2013). Obtenido de www.hacienda.cl

32. *Ministerio de Hacienda y Crédito Público*. (05 de 12 de 2013). Obtenido de www.minhacienda.gob.co

33. Mora, H. (2000). Hacia el Establecimiento de Metas Macrofiscales para los Gobiernos Centrales de los Países Miembros del FLAR. *Trabajos de Investigación de FLAR*.

34. North, D. (1991). *Institutions.* The Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, No. 1.

35. Ortegón Quiñones, E. (2008). *Guía sobre diseño y gestión de la política pública.* Bogotá: Convenio Andrés Bello- Universidad de Alcála.

36. Reinhart, C., Rogoff, K., & Savastano, M. (2003). *Debt Intolerance.* Munich Personal RePEc Archive.

37. Rosenthal, G. (2010). La crisis financiera y económica de 2008 y su repercusión en el pensamiento económico. *Revista CEPAL N° 100*.

38. Stark, C. (2000). Bases para una Propuesta de Meta Comunitaria Fiscal en la Comunidad Andina. *Mimeo*.

39. Tesouro Nacional. (2011). The process of federal public strategic planning.

40. Tesouro Nacional. (2012). Federal Public Debt: Annual Borrowing Plan 2012.

41. Tobin, J. (1963). An Essay on Principles of Debt Management. *Fiscal and Debt Management Policies*, 143-218.

42. Togo, E. (2007). Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework. *Policy Research Working Paper 4369*.

43. Wolswijk, G., & De Haan, J. (2003). Debt Management: A survey of theorical developments and innovations in European practices.