

***Publicación N° 5***

**ASPECTOS CLAVES PARA EL ANÁLISIS DE LA SOSTENIBILIDAD  
DE LA DEUDA INTERNA**

**Alison Johnson**

Debt Relief International Ltd  
2001

ISBN 1-903971-19-5

Versión original en inglés. ISBN 1-903971-07-1

© Copyright 2001 por Debt Relief International Ltd. Cualquier reimpresión, publicación, fotocopiado u otro uso de este trabajo debe ser con autorización de los titulares del copyright.

*Publicado por*

Debt Relief International Ltd  
4<sup>th</sup> Floor, Lector Court, 151-153 Farringdon Road  
London EC1R 3AF, Reino Unido

Tel.: 44 (0)20 – 7278 0022

Fax: 44 (0)20 – 7278 8622

Email: [publications@dri.org.uk](mailto:publications@dri.org.uk)

*Impreso en el Reino Unido por*

In One Design Ltd, Londres

## Prefacio

Esta serie de publicaciones ha sido elaborada para dar respuesta al número creciente de demandas de información expresadas a *Debt Relief International* (DRI) sobre las actividades del *Programa de Fortalecimiento de Capacidades* (PFC) *para los Países HIPC*, así como y sobre los aspectos técnicos del análisis y negociación de la deuda necesarios para desarrollar e implementar estrategias nacionales de deuda. El objetivo del PFC HIPC, financiado por cinco gobiernos europeos (Austria, Dinamarca, Suecia, Suiza y el Reino Unido) es desarrollar y fortalecer la capacidad de los gobiernos HIPC para desarrollar e implementar su propia estrategia nacional de alivio de la deuda y la política de nuevo endeudamiento consistente con la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo y sin tener que depender de la asistencia internacional. DRI es su organización ejecutora sin fines de lucro.

Esta serie nace de las experiencias que DRI ha obtenido a través del trabajo con 32 países HIPC y particularmente de la realización de talleres nacionales, regionales e internacionales sobre estrategia de deuda, negociaciones de deuda, previsión macroeconómica y reducción de la pobreza. La serie está dirigida principalmente a funcionarios senior o responsables de políticas en los países HIPC, aunque será útil también para los funcionarios de las organizaciones regionales de África, Asia y América Latina, ONGs y centros de formación académica en países en desarrollo y desarrollados.

El objetivo de la serie es presentar temas particulares de una forma concisa, accesible y práctica para el uso e implementación de los gobiernos HIPC. La serie debería hacer posible que los funcionarios senior y responsables de políticas se concentren en algunos de los aspectos claves relacionados con la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo, previsión macroeconómica y reducción de la pobreza en los países HIPC. Cada publicación ha sido elaborada como unidades independientes.

Los puntos de vista expresados en las publicaciones son los de los autores y no necesariamente de los donantes del PFC HIPC.

Recibiremos con agrado cualquier comentario sobre esta publicación o sugerencias para incluir otros temas.

Alison Johnson  
Editora

Yolande Eyoum  
Administradora

## INDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>1</b>
<b>2. DATOS DE DEUDA</b> .....	<b>1</b>
2.1 Cobertura de los Datos de Deuda.....	2
2.2 Reconciliación de los Datos de Deuda.....	3
2.3 Revisión del Portafolio .....	4
2.4 Cálculo del Valor Presente .....	6
<b>3. ASPECTOS ANALITICOS</b> .....	<b>7</b>
3.1 Razones para el Endeudamiento Interno.....	7
3.2 Consideraciones Legales.....	8
3.3 Operaciones Institucionales.....	9
3.3.1 Relación entre el Gobierno Central y el Banco Central .....	9
3.3.2 Desarrollo del sector financiero.....	9
3.4 Correlaciones y Análisis Econométrico .....	11
<b>4. ALIVIO DE LA DEUDA Y OPCIONES DE NUEVO ENDEUDAMIENTO</b> .....	<b>12</b>
4.1 ¿Qué Deuda Reestructurar? .....	12
4.2 Teoría y Práctica .....	13
4.2.1 ¿Son realistas las tasas reales de interés proyectadas en descenso?.....	13
4.2.2 ¿Cómo puede el gobierno prolongar la estructura de vencimiento de la deuda interna? .....	13
4.3 Opciones de Reestructuración.....	14
4.3.1 Reprogramación de los términos.....	14
4.3.2 Recompra.....	14
4.3.3 Intercambio de deuda en moneda extranjera.....	15
4.3.4 Intercambio de deuda por patrimonio.....	16
4.3.5 Reducción del servicio de la deuda.....	16
4.3.6 Saneamiento de los vencimientos.....	16
4.3.7 Fondo para la deuda interna.....	16
4.3.8 Conversión del sobregiro.....	17
4.3.9 Letras del Tesoro o Bonos del gobierno indexados .....	17
4.3.10 Tasa de cambio vinculada al stock .....	17
4.3.11 Separación de la deuda gubernamental en dos instrumentos.....	17
4.4 Opciones para Nuevo Endeudamiento.....	17
4.4.1 Letras del Tesoro .....	18
4.4.2 Préstamos y bonos.....	18
4.4.3 Brechas de financiamiento.....	18
<b>5. RATIOS DE SOSTENIBILIDAD</b> .....	<b>20</b>
<b>6. COMO ELEGIR ENTRE EL ALIVIO DE LA DEUDA EXTERNA vs INTERNA Y NUEVOS ENDEUDAMIENTOS</b> .....	<b>21</b>
<b>7. VINCULOS CON LA REDUCCIÓN DE LA POBREZA</b> .....	<b>21</b>

**CUADROS**

Cuadro 1	Tasas de interés y curvas de rendimiento .....	5
Cuadro 2	Cálculo del valor presente.....	7
Cuadro 3	Cómo se emiten las Letras del Tesoro.....	11
Cuadro 4	Escenarios de la deuda interna para Camerún, Ghana y Tanzania.....	19

**TABLA**

Tabla 1	Hitos Preliminares para la Sostenibilidad de la Deuda Interna.....	21
---------	--	----

## 1. INTRODUCCIÓN

Este documento ha sido preparado como un documento de antecedente para los Talleres de Estrategia de Deuda organizados por Debt Relief International en coordinación con gobiernos HIPC y países en desarrollo. El objetivo de un taller de deuda es dar asistencia al gobierno en el diseño de una estrategia nacional actualizada de deuda en el contexto de la Iniciativa para Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC).

Pese a que la Iniciativa HIPC se concentra en la sostenibilidad de la deuda externa, es también importante para los gobiernos evaluar la sostenibilidad de la deuda total - es decir, la deuda externa e interna. Particularmente, existe la necesidad de que los gobiernos examinen y evalúen la carga fiscal de la deuda total en el presupuesto y en el sector financiero. Hasta ahora, el análisis de la sostenibilidad de la deuda se ha concentrado principalmente en la deuda externa. Por ello, este documento se concentra en los aspectos claves relacionados con el análisis de la sostenibilidad de la deuda interna.

Este documento se base en el trabajo de Matthew Martin, Michel Vaugeois, Sanga Sangarabalan, Jaime O. Coronado, Godfrey Dhatemwa y de funcionarios de Ghana y Tanzania, quienes ayudaron a preparar los estudios de caso de sus países sobre la Sostenibilidad Fiscal, los mismos que fueron presentados en el Seminario organizado por el Departamento del Reino Unido para el Desarrollo Internacional (DFID) realizado en Londres, en Noviembre de 1998. Lo más importante es que trata de reflejar las preguntas y los comentarios de los países HIPC y de ahí, que esos insumos y comentarios son lo más relevante.

Este documento está dividido en dos secciones que se concentran en los aspectos claves para el análisis de la sostenibilidad de la deuda interna y en el diseño de escenarios para el alivio de la deuda y nuevo endeudamiento. Estas secciones son:

- Datos de deuda: cobertura, conciliación, revisión del portafolio y cálculo del valor presente.
- Aspectos analíticos: razones para el endeudamiento interno, consideraciones legales e institucionales y desarrollo del sector financiero.
- Alivio de la deuda y opciones de nuevo endeudamiento: qué deuda de debe reestructurar, reestructuración y opciones de nuevo endeudamiento.
- Ratios de sostenibilidad.
- Cómo elegir entre alivio de la deuda externa e interna y nuevas emisiones.
- Vínculos con la reducción de la pobreza.

## 2. DATOS DE DEUDA

Esta sección aborda cuatro grupos de temas relacionados con los datos de deuda: la cobertura de la deuda interna; la conciliación de la deuda interna, emisiones del portafolio; y el cálculo del valor presente.

## 2.1 Cobertura de los Datos de Deuda

El primer tema que debe ser abordado cuando se considera la sostenibilidad de la deuda interna es:

### *¿Qué constituye la deuda interna?*

Para la mayoría de los países, el término la 'deuda interna' es normalmente una expresión abreviada de instrumentos de deuda emitidos por el gobierno central. Pero, no es sólo el gobierno central el que puede emitir los instrumentos de la deuda. En principio, los gobiernos regionales y locales también pueden emitir deuda, así como las empresas públicas, conformando junto con la deuda del gobierno central, la 'deuda interna pública'.

Sin embargo, en muchos países en desarrollo, los gobiernos regionales y locales y las empresas públicas tienen capacidad limitada para emitir instrumentos de deuda y/o existen pocos inversionistas dispuestos a adquirir estos instrumentos. Por ello, la deuda interna pública generalmente significa instrumentos de deuda emitidos por el gobierno central.

En países con sectores financieros relativamente desarrollados, también puede existir deuda interna del sector privado así como compañías que pueden utilizar bonos o préstamos para financiar sus actividades. Sin embargo, para el propósito de análisis de la sostenibilidad fiscal, se excluye este tipo de deuda.

Es normal pensar la deuda interna como instrumentos de deuda emitidos en moneda local para los residentes del país. Sin embargo, este no siempre es el caso y es posible que los gobiernos y/o las empresas públicas emitan instrumentos en moneda local (como letras del Tesoro o bonos) que puedan ser comprados por no residentes y mantenidos en el exterior. Adicionalmente, es también posible que los gobiernos conviertan una deuda en moneda local, poseída por residentes, en una obligación en moneda extranjera (por ejemplo, en bonos denominados en dólares norteamericanos) y que emitan instrumentos normalmente considerados como internos (y poseídos por los residentes) en dólares americanos. Sin embargo, en estas circunstancias, el gobierno tendrá que correr el riesgo de las variaciones en el tipo de cambio y de ahí que no es una práctica común.

Con el propósito de evaluar la sostenibilidad de la deuda interna - es decir, la carga presupuestaria de la deuda interna, es necesario considerar todos los tipos de instrumentos de deuda y obligaciones que el gobierno y las empresas públicas tienen que pagar y repagar de su ingreso. Estas categorías incluyen:

- **Letras del Tesoro** — el gobierno emitió garantías de corto plazo, generalmente vendidas a una tasa de descuento que pagar interés, con un vencimiento de 1 año o menos. El descuento en la emisión da un rendimiento (o interés) el cual muestra cómo son percibidas las Letras del Tesoro. Es también posible para las Letras del Tesoro pagar un interés al vencimiento y ser emitida al mismo monto especificado - en este caso son equivalente a un bono de muy corto plazo.
- **Pagarés del Tesoro** — el gobierno emitió garantías de mediano plazo, emitidas al mismo monto especificado y con un interés a ser pagado anualmente o dos veces al año, emitido con un vencimiento de más de 1 año. La diferencia entre Pagarés del Tesoro y Bonos del Tesoro se ha vuelto confusa al prolongarse el vencimiento. En algunos países, los instrumentos con un vencimiento de 1 a 2 años son clasificados como Pagarés del Tesoro, mientras que en otros, el vencimiento máximo para los pagarés es 5 o 10 años.

- **Letras y Pagarés del Banco Central** — en algunos países, la emisión del Banco Central se apoya en letras propias de corto y mediano plazo para realizar operaciones de mercado abierto; las cuales están separadas de las letras y pagarés del Tesoro emitidos por el gobierno con el fin de financiar el presupuesto. El costo de cumplir con las letras y pagarés del Banco Central es generalmente sostenido por el Banco Central con su propia cuenta de ingresos y hoja de balance y no con el presupuesto del gobierno. Sin embargo, el impacto en el presupuesto del gobierno es vía ganancia/pérdida del Banco Central remitido al gobierno<sup>1</sup>.
- **Bonos** (algunas veces referidos a los bonos del Tesoro cuando son emitidos por el gobierno central) — instrumentos de mediano y largo plazo emitidos al mismo monto especificado con un interés pagadero anualmente o dos veces al año, por el gobierno central, regional o local. Los bonos son generalmente emitidos en moneda del país pero es posible que los gobiernos emitan bonos denominados en moneda extranjera. En algunos países, las empresas públicas pueden estar capacitadas para emitir bonos.
- **Préstamos** — parecidos a los préstamos externos y emitidos por el gobierno central, regional o local y/o por las empresas públicas.
- **Pagarés** — éstos son compromisos de pagos de una suma específica en una fecha acordada y generalmente son utilizados para pagar a los proveedores.
- **Saldo o stock del gobierno** — surge de la capitalización de pagos en mora o servicios de sobregiro con el Banco Central.
- **Sobregiros del gobierno** — con el Banco Central y con los bancos comerciales.
- **Pagos en mora** a proveedores y empresas paraestatales por bienes y servicios, salarios, pagos de pensiones y otros.
- **Deudas producto de las privatizaciones** — las que el gobierno ha asumido como obligaciones principales de las empresas públicas que han sido o están siendo privatizadas.
- **Bonos de recapitalización** — instrumentos de largo plazo utilizados para financiar la recapitalización del Banco Central y de los bancos comerciales.
- **Pasivo contingente** — obligaciones emergentes de (i) las garantías gubernamentales para endeudamientos no soberanos y obligaciones de los gobiernos regionales y locales, empresas del sector público y privado; (ii) esquemas de garantías gubernamentales, y (iii) quiebras bancarias y otros salvatajes al sector financiero.

## 2.2 Reconciliación de los Datos de Deuda

Como con la deuda externa, es necesario conciliar con los acreedores los registros de los datos de deuda. Esto debería ser una labor relativamente sencilla para la deuda interna de mediano y largo plazo puesto que existen pocos acreedores; principalmente los bancos comerciales y otras instituciones financieras locales, el Banco Central y algunos poseedores en el sector privado. Puesto que las Letras del Tesoro son generalmente emitidas como un instrumento portador<sup>2</sup>, no

<sup>1</sup> Si el Banco Central emite o no sus propias letras para apoyar una determinada política monetaria es una cuestión de política y la decisión puede estar influida por el grado de independencia del Banco Central y su capitalización. Sin embargo, la independencia del Banco Central y la emisión de sus propias letras no necesariamente van de la mano.

<sup>2</sup> Los bonos o saldos pueden ser emitidos y registrados así como el emisor, el gobierno o la compañía mantiene un registro de propiedad de cada bono y esto es modificado cada vez que el propietario del bono o stock vende estos bonos. De manera alternativa, podría ser emitido como un instrumento portador. Esto significa que no está registrado a nombre del propietario del stock, por lo que es la posesión física del certificado o de la letra la que constituye la evidencia principal de la propiedad.

existe necesidad de reconciliarlas acreedor por acreedor, especialmente cuando existe un mercado secundario activo como los instrumentos a ser comercializados, lo que hará que cambie la propiedad con relativa frecuencia. Sin embargo, es importante saber qué tipo de institución o grupos son activos en la compra inicial y comercialización de las Letras del Tesoro así como los dueños de los saldos.

### 2.3 Revisión del Portafolio

Se lleva a cabo una revisión del portafolio de la deuda interna para analizar su evolución en el tiempo así como para proporcionar una fotografía de la situación actual. Al hacer una revisión del portafolio de la deuda interna es importante analizar tanto el saldo y las tendencias de:

- El tamaño y crecimiento del portafolio de la deuda interna y su relación con el total de la deuda.
- La estructura del portafolio; por el tipo de instrumento y vencimiento (deuda de corto plazo vs. deuda de mediano y largo plazo).
- El emisor de la deuda por tipo de instrumento. En la mayoría de los países, el emisor principal es el gobierno, sin embargo, las empresas públicas pueden prestarse y/o emitir instrumentos de deuda.
- La composición de los tenedores por tipo de instrumento. Los tenedores principales son los bancos comerciales, compañías de seguros, fondos de pensiones, el Banco Central y el público.
- Las condiciones de las nuevas emisiones - el tipo de la tasa de interés (fija o flotante) y el vencimiento.
- Las tasas de interés (tasas nominales o reales) y las curvas de rendimiento. Estas condiciones son discutidas en el cuadro 1 que sigue .
- Los precios del mercado secundario y el volumen del comercio por tipo de instrumento de deuda. Un *mercado primario* maneja temas de nuevos instrumentos, es decir cuando una Letra o Bono del Tesoro es ofrecido por primera vez para la venta por remate u oferta de venta o suscripción (ver cuadro 3 más adelante para la discusión de los métodos para las emisiones de las Letras del Tesoro). El *mercado secundario* se da cuando los instrumentos son comercializados subsecuentemente por los inversionistas.
- Saldos en mora y solución de la mora. El gobierno podría pagar mora de intereses y/o capital de los instrumentos emitidos o a los proveedores. Es importante tomar en cuenta las acciones que han sido realizadas en el pasado para reprogramar esta mora.
- Reestructuración del portafolio. Es útil tomar en cuenta la acción de reestructuración emprendida en el pasado y la manera cómo fue alcanzada.
- Política relacionada con la renovación continua de las Letras del Tesoro. Es una práctica común del gobierno renovar continuamente las emisiones de Letras del Tesoro y no hacer ningún pago de capital. Sin embargo, pueden existir límites en la cantidad que el gobierno pueda renovar. De manera alternativa, el gobierno puede establecer una política relacionada con la renovación continua. Es importante tomar en cuenta si las renovaciones incluyen la capitalización de los pagos de interés. Las tasas altas de interés pueden ser una de las principales razones que explican un incremento significativo en las emisiones de corto plazo de las Letras del Tesoro.

**CUADRO 1 TASAS DE INTERÉS Y CURVAS DE RENDIMIENTO**

La tasa nominal de interés es el porcentaje de interés que se paga al propietario de la deuda.

La tasa real del interés toma en cuenta la inflación y generalmente se calcula como la tasa nominal menos la tasa de inflación.

El rendimiento simple hacia el vencimiento de un Bono o instrumento comercializado proporciona una medida del retorno anticipado que toma en cuenta el precio actual de mercado para el instrumento, su interés o tasa por cuotas y la cantidad de años restantes para el vencimiento. Se calcula como:

$$Y = \frac{C}{P} + \frac{(100 - P)}{(T * P)}$$

Donde Y = curva de rendimiento (se multiplica por 100 para obtener un porcentaje)  
 C = interés o pago en cuotas  
 P = precio actual del mercado  
 T = años de vencimiento

Para las Letras del Tesoro emitidas con un descuento en el valor nominal (y sin tener un pago de interés), el cálculo del rendimiento es diferente. El rendimiento analizado (Y) de una Letra del Tesoro es calculado como (asumiendo un año de 360 días):

$$Y = \frac{D}{P} * \frac{360}{t}$$

Donde Y = rendimiento analizado  
 D = descuento al valor nominal  
 (es decir, diferencia entre el precio y valor nominal en el momento de la emisión)  
 P = precio actual del mercado  
 t = días pendientes para el vencimiento

La curva de rendimiento también se refiere a la estructura de plazos de las tasas de interés, delinea la relación entre los años para el vencimiento y el rendimiento para el vencimiento para un grupo de bonos o instrumentos con el mismo grado de riesgo. Generalmente, se calcula las Letras del Tesoro como si fueran emitidas con vencimientos y descuentos diferenciados (o tasas de interés) y de ahí que proporcionan rendimientos diferenciados a los inversionistas. La curva de rendimiento traza el retorno al inversionista de estos instrumentos en una fecha determinada.

En teoría, existen hipótesis para explicar la forma de la curva de rendimiento<sup>3</sup>.

- (1) Expectativas respecto a las tasas futuras de interés - una pendiente hacia arriba en la curva de rendimiento significa que se espera que las tasas de interés aumenten en los años próximos; mientras que una pendiente decreciente en las curvas de rendimiento significa que se espera que las tasas de interés bajen en el futuro.
- (2) Prima de liquidez - los inversionistas pagan un precio más alto (dando por resultado un rendimiento más bajo) para vencimientos más cortos para evitar los riesgos asociados a vencimientos más largos y por ello, se considera normal una curva de rendimiento con pendiente creciente.
- (3) Segmentación del mercado - las tasas tienden a ser determinadas de manera independiente por la oferta y la demanda para segmentos de la curva de rendimiento como diferentes tipos de inversiones centradas en rangos específicos de vencimiento para coincidir con los activos/pasivos y por razones legales y regulatorios.

<sup>3</sup> Basado en *Management of Investments*, Tercera Edición, JC Francis, McGraw-Hill, New York, 1993.

Para los países HIPC, el costo del endeudamiento externo tiende a estar determinado por el acreedor, y el gobierno, como prestatario, no tiene mucha influencia en la tasa de interés o en el vencimiento del préstamo. Sin embargo, en el mercado interno, el gobierno podrá influir el costo del endeudamiento a través de la implementación de políticas de tasas de interés y monetarias (ver sección 3.1).

Es útil analizar el elemento de donación<sup>4</sup> y el costo efectivo del endeudamiento y evaluar cómo éstos han cambiado con el tiempo. Puesto que la mayoría de los instrumentos de deuda son emitidos a tasas de interés relacionadas con el mercado, y la mayor parte, particularmente las Letras del Tesoro, tiene relativamente un plazo corto, existe poca concesionalidad en el portafolio. De ahí que el elemento de donación es generalmente bajo o negativo y la tasa efectiva de interés promedio tiende a ser considerablemente más alta que la de la deuda externa.

## 2.4 Cálculo del Valor Presente

Uno de los ratios principales para evaluar la sostenibilidad de la deuda interna se basa en el 'valor presente' de la deuda, relacionándolo con el ingreso presupuestario generado internamente. La razón para usar el valor presente, en vez del valor nominal, es que el valor presente toma en cuenta los plazos y concesionalidad del portafolio de la deuda, y por ello, refleja de manera más precisa los costos del pago de la deuda en moneda actual. Una explicación del cálculo del valor presente se presenta más adelante en el cuadro 2.

Al igual que sucede con la deuda externa, esto implica dos tipos de cálculos:

1. El valor presente de la deuda existente, es decir antes que cualquier alivio o reestructuración de la deuda y de simulaciones de nuevo endeudamiento, y de ahí, que todos los desembolsos futuros estén excluidos.
2. El valor presente de la deuda después del alivio y nuevo endeudamiento, cuando se incluye el servicio en nuevos desembolsos y nuevas emisiones (para mayor discusión sobre los nuevos endeudamientos, ver sección 4.2).

Para el primer cálculo, el valor presente será calculado de manera precisa sólo si se excluye los pagos proyectados del servicio de la deuda sobre cualquier monto no desembolsado. Sin embargo, esto es improbable de ser alcanzado en el caso de la deuda interna al ser ésta generalmente desembolsada totalmente.

Un segundo aspecto y más crucial, para el cálculo del valor presente de la deuda interna, gira en torno a la tasa de interés utilizada para descontar el flujo de los pagos proyectados para el servicio de la deuda. En principio, la tasa de descuento es el costo alternativo del endeudamiento en los mercados financieros. Sin embargo, para muchos países, no existe una fuente realista y alternativa de financiamiento interno, particularmente para las Letras del Tesoro y emisiones de préstamos. Adicionalmente, es muy común para los bancos comerciales y otras instituciones financieras basar sus principales tasas de préstamo en las tasas de corto plazo de las Letras del Tesoro. De esta manera, no puede existir un costo alternativo verdaderamente independiente del endeudamiento para ser utilizado como tasa de descuento.

---

<sup>4</sup> El elemento de donación es una medida de la concesionalidad y es calculado como (monto original del préstamo - valor presente del préstamo) un porcentaje del monto original del préstamo. El costo efectivo del endeudamiento es similar a la tasa de interés del retorno para un flujo de pago y mide la tasa de interés cuyo rendimiento tienen un elemento de donación cero (o valor presente neto).

**CUADRO 2 CÁLCULO DEL VALOR PRESENTE**

El valor presente de la deuda es el flujo de los pagos futuros al servicio de la deuda, descontados por el valor temporal del dinero. La idea que sostiene el cálculo del valor presente es que el dinero pagado hoy día es más caro que el dinero pagado en el futuro debido al costo de oportunidad e inflación. Esto significa que un pago del servicio de la deuda de \$100 hoy día, tendrá en términos reales un costo menor el próximo año.

La fórmula general para el cálculo del valor presente de un flujo de pagos es:

$$VP = \frac{S^1}{(1+t)} + \frac{S^2}{(1+t)^2} + \frac{S^3}{(1+t)^3} + \dots + \frac{S^n}{(1+t)^n}$$

donde VP = valor presente del flujo de pagos futuros  
 $S^n$  = pagos por el servicio de la deuda en un periodo n  
 t = tasa de descuento

Ejemplo: si los pagos anuales del servicio de la deuda de un préstamo son de \$ 10,000 durante tres años, el valor nominal de estos pagos a fines de los tres años es de \$ 30.000, donde el valor presente del flujo del pago, asumiendo una tasa de descuento de 10%, es:

$$VP = \frac{10,000}{(1+0.1)} + \frac{10,000}{(1+0.1)^2} + \frac{10,000}{(1+0.1)^3} = 24,869$$

Las Instituciones de Bretton Woods se refieren al Valor Presente (VP) de la deuda como Valor Presente Neto (VPN)

En esta situación, será necesario revisar las tasas internas de crédito por vencimiento del préstamo y evaluar cuales son las más representativas de los costos de crédito interna y utilizar éstas como la tasa de descuento para las Letras del Tesoro y los préstamos, basados en el vencimiento de la emisión.

En general, el VP de la deuda interna es relativamente más alto que aquel para los endeudamientos externos porque existe menos concesionalidad; es decir, las tasas de interés de deuda interna tienden a estar relacionadas con el mercado y con la estructura general de vencimiento en el plazo más corto.

**3. ASPECTOS ANALITICOS****3.1 Razones para el Endeudamiento Interno**

Uno de los temas centrales a considerar en el análisis de la deuda gubernamental es el motivo del endeudamiento. Esto es importante porque no sólo influye en el saldo y condiciones de la deuda interna, sino también puede afectar la oportunidad para el alivio de la deuda y/o reestructuración.

En general, existen tres razones principales para la deuda interna gubernamental:

- La primera es por **el financiamiento del déficit presupuestario**. Si el gobierno no puede cumplir sus compromisos de gasto con los ingresos logrados internamente, como impuestos y obligaciones, y donaciones y endeudamiento logrados externamente, entonces podría buscar prestarse internamente.
- La segunda es por **la implementación de la política monetaria**. El gobierno puede implementar una política monetaria alterando el suministro de dinero en la economía. Esto lo logra al comprar o vender Letras del Tesoro, es decir, con operaciones de mercado abierto (algunas veces conocidas como OMA). Las ventas gubernamentales de Letras del Tesoro reducen la oferta de dinero y absorben la liquidez cuando la gente y las instituciones compran Letras del Tesoro y de ahí que poseen menos dinero; por cuanto, la venta gubernamental de Letras del Tesoro mueve el dinero en la economía cuando las personas venden las Letras del Tesoro y poseen más efectivo.
- La tercera es por **el desarrollo del sector financiero**. Para desarrollar y profundizar los mercados del sector financiero, es necesario que exista una oferta estable y que se comercialice una cantidad suficiente de instrumentos financieros. Al comienzo de este proceso, el gobierno generalmente ofrece Letras del Tesoro de corto plazo que proporcionan un retorno seguro y desarrollan la confianza de los inversionistas en los instrumentos de deuda del gobierno. A partir de ello, la profundización del mercado financiero puede ser lograda con el ofrecimiento de instrumentos de largo plazo con diferentes estructuras de tasa de interés, es decir tasas fijas y flotantes.

Al analizar la deuda del gobierno es necesario analizar la proporción del saldo de la deuda que está siendo utilizada para financiar el presupuesto y para las operaciones del mercado abierto. Adicionalmente, es importante concentrarse en los tipos y vencimientos de las emisiones para los diferentes propósitos ya que esto influirá las opciones disponibles para la reestructuración de la deuda y el alivio de la deuda. Por ejemplo, será casi imposible reestructurar emisiones vigentes de Letras del Tesoro, mientras que probablemente sea posible hacerlo para saldos de mediano y largo plazo.

Las empresas del sector público y privado emiten instrumentos de deuda para financiar el gasto general cuando hay un déficit en los ingresos o para proyectos específicos de inversión.

### 3.2 Consideraciones Legales

Debería haber un límite estatutario para el nivel de deuda interna que el gobierno puede emitir. Generalmente, este límite especificado como un porcentaje de los ingresos gubernamentales o como un monto nominal, está establecido en una Ley de Préstamos.

Es importante evaluar el nivel actual de la deuda con relación a cualquier límite legal ya que esto indicará cuán cerca o lejos está el gobierno de romper sus límites estatutarios.

El otro aspecto legal a considerar es la emisión de las garantías gubernamentales para los endeudamientos de las empresas públicas. ¿Garantiza el gobierno la deuda interna emitida por las empresas públicas y si es así, bajo qué términos? ¿Tienen que ser estas garantías explícitas, y si es así, cuánto de su saldo actual de deuda y obligaciones de servicio son consideradas sobre esta base?

### **3.3 Operaciones Institucionales**

#### **3.3.1 Relación entre el Gobierno Central y el Banco Central**

Si el gobierno está emitiendo instrumentos de deuda para financiar el gasto, entonces el costo de pago de esta deuda será incluido en el presupuesto. Adicionalmente, si el gobierno es responsable de las operaciones del mercado abierto, entonces el servicio de este elemento de la deuda gubernamental también aparecerá en el presupuesto.

Sin embargo, en algunos países es el Banco Central y no el gobierno quien es responsable de las operaciones del mercado abierto. En este caso, el costo del pago de la deuda utilizada para las operaciones del mercado abierto no está financiado en el presupuesto. En vez de que los costos del servicio sean sostenidos por el gobierno, el costo de las operaciones del mercado abierto aparezca sólo de manera indirecta en el presupuesto, vía las ganancias o pérdidas remitidas al gobierno por el Banco Central.

Si el Banco Central está emitiendo sus propias letras para las operaciones del mercado abierto y el gobierno está utilizando las Letras del Tesoro para financiar el presupuesto, se debe considerar lo siguiente:

- ¿Qué procedimientos existen para coordinar la programación, cantidades y precio de los instrumentos de deuda, así como para asegurar que se transmitan las mismas señales a los mercados y que el mercado sea capaz de absorber el monto de la deuda que está siendo emitida? Si no existen procedimientos formales o informales, entonces éstos necesitan ser establecidos.
- ¿Cuál es el grado de aceptación que tiene el mercado de la deuda del Banco Central y de la del gobierno central? Dependiendo de la experiencia del país, los inversionistas podrían preferir Letras del Banco Central a Letras del Tesoro, si el Banco Central tiene un mejor desempeño de servicio o paga tasas de interés más altas.
- ¿Está el Banco Central suficientemente capitalizado para pagar sus propios instrumentos de deuda y si no, cómo puede ser capitalizado? Si el Banco Central no está suficientemente capitalizado, entonces no podrá tener suficientes ingresos o recursos que puedan alcanzar el servicio de la deuda para las letras que emita. El gobierno puede decidir emitir un bono de capitalización para fortalecer las finanzas del Banco Central.

En la mayoría de los países, el Banco Central actúa como banquero del gobierno y proporciona al gobierno una oportunidad de sobregiro para la administración de las transacciones diarias. Sin embargo, si el gobierno experimenta serias caídas en el ingreso, entonces el Banco Central podrá ser convocado para incrementar la posibilidad de sobregiro del gobierno y los montos involucrados pueden aumentar. El grado de independencia del Banco Central puede afectar la eficacia del gobierno para endeudarse de esta manera. Adicionalmente, esto también puede afectar el costo del endeudamiento interno. Por ejemplo, si el gobierno es suficientemente eficaz, entonces podrá convertir un sobregiro grande, con tasas de interés relacionadas con el mercado, en un saldo de largo plazo con tasas de interés más bajas, y con ello reducir el costo presupuestario del servicio de la deuda.

#### **3.3.2 Desarrollo del sector financiero**

El desarrollo y bienestar del sector financiero tiene gran influencia en la capacidad del gobierno para emitir y administrar la deuda interna. Las emisiones a ser analizadas deberían incluir lo siguiente:

- ¿Es el sector bancario competitivo? ¿O existe una falta de competencia debido a la predominancia de los bancos estatales? Si el sector bancario no es competitivo, entonces existe una mayor oportunidad para que los bancos entren en colusión al comprar los saldos de las Letras del Tesoro ofreciendo precios similares y con ello aumentando las tasas de interés con la que el gobierno paga sus endeudamientos.
- ¿Están los bancos adecuadamente capitalizados? ¿Tienen ellos altos niveles de mora en el crédito? Los bancos que no están adecuadamente capitalizados y/o tienen altos niveles de deudas en mora podrían depender de ingresos y ganancias de las operaciones de Letras del Tesoro para mantenerse solventes y de esta manera cualquier reducción significativa en las tasas de interés y/o Letras del Tesoro puede afectar su solvencia.
- ¿Existe un rango amplio de instituciones financieras no bancarias y son competitivas? Mientras más competitivo sea el sector financiero, es más probable que las tasas de interés reflejen el costo y disponibilidad de capital. De ahí que la presencia de instituciones financieras no bancarias aumenta la competencia.
- ¿Cuán dependiente son los bancos y las instituciones financieras de las Letras del Tesoro para generar ingresos? ¿Tienen los bancos Letras del Tesoro en exceso a lo requerido como reserva? Como se señaló más arriba, los bancos y las instituciones financieras pueden depender de las Letras del Tesoro para generar ingresos y con ello, las reducciones en las tasas de interés pueden tener un impacto sustancial en su solvencia. Una vía para determinar esto es analizar las Letras del Tesoro que los bancos tienen en exceso de lo que el Banco Central requiere tener como reserva. Por prudencia, es común que el Banco Central pida a los bancos comerciales que mantengan un porcentaje de sus bienes como instrumentos seguros — generalmente Letras del Tesoro.
- ¿Existe un mercado secundario de los instrumentos de deuda del gobierno, y cuán activo es éste? Un mercado secundario activo significa precios más competitivos y, por ello, rendimientos en la deuda gubernamental. Adicionalmente, esto también debería significar una demanda mayor de deuda gubernamental ya que los inversionistas pueden vender cuando ellos quieran y no están restringidos en sus inversiones.
- ¿Ofrecen los bancos un amplio rango de instrumentos competitivos de ahorros? Una oferta más grande de productos de ahorro debería dar como resultado una estructura de tasa de interés más competitiva en la medida en que las tasas activas y pasivas tengan un menor margen (spread), dando por resultado tasas de interés más bajas. Por otro lado, puede también significar que los inversionistas tienen más elección y de ahí que exista una demanda más baja de Letras del Tesoro por parte del público.
- ¿Cómo establecen los bancos las tasas de crédito y ahorro y cómo se relacionan estas tasas con las tasas de las Letras del Tesoro? Si los bancos tienden a utilizar la tasa de interés de las Letras del Tesoro como la base para determinar sus tasas de ahorro y crédito, entonces las tasas de interés no reflejan realmente el costo y la disponibilidad de capital. Sin embargo, permite al gobierno mayor eficacia para cambiar el nivel general de las tasas de interés.
- ¿Cuál es el mecanismo para la venta de letras del Tesoro? ¿Es por subasta o por venta competitiva? ¿Favorece el método de venta a los bancos? ¿Actúan los bancos como agentes para el público y ganan alguna comisión en estas ventas? Los métodos con los cuales se puede emitir el saldo del gobierno son abordados en el cuadro 3 más adelante. La venta tiende a favorecer a los bancos, particularmente si pueden entrar en colusión en el establecimiento de los precios de oferta. Las subastas generalmente son más abiertas y competitivas, asumiendo que no existe una colusión significativa por parte de los bancos y otros inversionistas. Si los bancos actúan como agentes para todas las compras del público de emisiones gubernamentales, entonces esto les permite ganar comisiones en todas las

transacciones. Sin embargo, si el público puede comprar directamente del Banco Central o de la agencia gubernamental, entonces los bancos pierden esta forma de ingreso.

Es también importante revisar las políticas que actualmente están en vigencia y que están orientadas a desarrollar y fortalecer el sector financiero a través de incrementar la competencia y solvencia. Las preguntas anteriores proporcionarán el lineamiento sobre diferentes aspectos que se debe considerar.

### CUADRO 3 CÓMO SE EMITEN LAS LETRAS DEL TESORO<sup>5</sup>

*Emisión pública* — se ofrece el saldo a un precio fijo y las instituciones financieras y los inversionistas esperan comprarlo a este precio.

*Emisión de venta* — se determina un precio mínimo y se inicia licitaciones a este precio mínimo o más alto. Los inversionistas compiten por un monto de stock a un precio que están preparados para pagar y sobre esta base se calcula el precio mínimo de venta del stock. Aquellos que ofrecen por encima del precio mínimo tienen derecho a una asignación completa y el resto de la emisión es distribuida con una base de prorrateo entre aquellos a un precio ofrecido relevante.

*Emisión de subasta* — no se establece un precio mínimo y se pide a los inversionistas que hagan sus ofertas. Se vende la emisión a aquellos que ofrecen el precio más alto hasta que todo el stock esté vendido.

*Colocación directa* — las negociaciones son realizadas, de manera directa, con instituciones para la compra del stock a un precio acordado.

### 3.4 Correlaciones y Análisis Econométrico

Es útil analizar tasas de interés anteriores y la tendencia de los vencimientos para evaluar los factores que han influido en las tasas de interés a partir de ver la correlación entre las tasas de interés y el nivel de Letras del Tesoro o los saldos de deuda, inflación, tasas externas de interés y la demanda del crédito. El análisis econométrico es un método alternativo de análisis de los determinantes de las tasas de interés. Sin embargo, debido a que las series de información sobre los mercados liberalizados, disponibles en la mayoría de los países son limitadas, y a la existencia de problemas estructurales cuantificables mucho menor en el sector financiero, que influyen en las tasas de interés, generalmente es casi imposible hacer cualquier análisis significativo o sacar conclusiones seguras de política.

<sup>5</sup> Basado en Pilbeam, K, *Finance and Financial Markets* (1998), MacMillan Press, Basingstoke, Reino Unido.

## 4. ALIVIO DE LA DEUDA Y OPCIONES DE NUEVO ENDEUDAMIENTO

### 4.1 ¿Qué Deuda Reestructurar?

La revisión del portafolio y análisis de aspectos legales, institucionales y financieros debería subrayar los aspectos centrales relacionados con la deuda interna y señalar la ruta segura para alcanzar la sostenibilidad.

Sin embargo, la elección de los instrumentos (por ejemplo las Letras del Tesoro o los saldos) y de los elementos de la deuda interna (saldo o servicio) es compleja. Entonces, la elección es entre diferentes plazos del alivio de la deuda (por ejemplo, reducciones inmediatas o graduales) y métodos diferentes (fondos de fideicomiso, pagos al contado, securitización). De manera condicional, se analiza la elección en términos de las percepciones que tiene el mercado sobre diferentes riesgos y de la credibilidad del gobierno. Sin embargo, el factor más importante es el costo de cada deuda, medida en términos de valor presente, y si la deuda necesita o no ser pagada.

Adicionalmente, se ha identificado otros factores, que pueden ser agrupados en tres:

#### *Impacto Fiscal y Monetario*

- *Flujos netos del presupuesto:* ¿en que medida ha sido considerado el servicio (o la reprogramación de mora si es aplicable) bajo la operación generada en las proyecciones presupuestarias y en los programas acordados con el FMI y el Banco Mundial, y por lo tanto, en cuánto incrementarán estas operaciones el flujo neto del presupuesto?
- *Política monetaria:* ¿Cuáles serán los efectos directos e indirectos de la liquidez de la operación (tanto para el gobierno como el sector privado) y si existe el riesgo de inflación?
- *Costo del nuevo endeudamiento para los mercados financieros internos:* ¿cuáles serán los efectos de la operación sobre las tendencias de la tasa de interés y por ello, sobre el costo fiscal del endeudamiento interno futuro?

#### *Impacto en los Sectores Privado y Financiero*

- *Ahorro interno e inversión:* ¿en qué grado el alivio de la deuda promoverá la inversión del sector privado de manera directa si reduce la carga de la deuda con el sector privado?
- *Mercados financieros:* ¿hasta qué punto la operación mejorará la voluntad o capacidad de las instituciones del sector financiero para generar otros instrumentos de ahorros o para financiar proyectos de inversión, y con ello impulsar la profundización financiera? ¿Cuáles serán los efectos en las instituciones financieras que actualmente tienen o comercializan la deuda existente sea de manera directa o a nombre de los clientes individuales?
- *Desarrollo del sector privado:* ¿impulsará la operación el desarrollo del sector privado? Por ejemplo, ¿promoverá la reducción de emisiones de Letras del Tesoro una inversión más equilibrada del sector privado como alternativa?
- *Efectos en la distribución:* ¿cuáles serán los efectos distributivos de la operación (en el sentido de que cambien los flujos a diferentes sectores de la sociedad?)

### *Efectos más amplios*

- *Diálogo con donantes:* ¿cómo afectará la estructura y la duración de la operación el diálogo entre el gobierno y sus donantes? ¿En qué nivel movilizará suficiente financiamiento?
- *Relación entre el gobierno y el sector privado:* ¿podrá contribuir la operación a mejorar la credibilidad del gobierno en los mercados y con ello apoyar la estabilidad económica? o, dará lugar a un peligro de 'riesgo moral' tanto para el gobierno como para el deudor (por ejemplo de un endeudamiento futuro irresponsable) o para los acreedores internos (por ejemplo, incrementando las demandas sobre las tasas de interés futuras) porque ellos saben que serán sacados de apuro si las cosas van peor?

## **4.2 Teoría y Práctica**

Un análisis de la sostenibilidad en Ghana y Tanzania ha generado preguntas acerca de dos hipótesis teóricas centrales sobre las cuales se basan los escenarios de reducción de la deuda interna en muchos países y que necesitan ser consideradas al diseñar los escenarios de deuda y del nuevo endeudamiento.

### ***4.2.1 ¿Son realistas las tasas reales de interés proyectadas en descenso?***

La teoría señala que dado que las expectativas inflacionarias están disminuyendo y que el gobierno está en posibilidad de reducir la cantidad del dinero emitido (de un déficit presupuestario grande a uno más pequeño), la reducción de las tasas reales de interés es factible. Sin embargo, la evidencia de muchos países con bajos ingresos muestra que existen muchos otros factores que deben ser tomados en cuenta, principalmente:

- La competitividad de los mercados financieros internos,
- La posición financiera y la motivación de los bancos comerciales, instituciones financieras no bancarias y los ahorristas individuales,
- El impacto de regulaciones prudenciales gubernamentales y los requerimientos de reserva para el desarrollo del sector financiero,
- La disponibilidad de inversión competitiva y oportunidades de ahorro,
- Y para los inversionistas extranjeros en instrumentos de deuda interna, la apertura legal y de facto de la cuenta de capital y las perspectivas del retorno de capital fugado del país o de la inversión de no residentes.

Como resultado, podría ser extremadamente difícil disminuir las tasas reales de interés por debajo del 10%, o crear una curva de rendimiento que tenga una pendiente creciente.

### ***4.2.2 ¿Cómo puede el gobierno prolongar la estructura de vencimiento de la deuda interna?***

Nuevamente la teoría es simple; las percepciones del mercado sobre las dinámicas de la deuda (es decir, el cambio en los ratios de la deuda) y la solvencia del gobierno determinarán que la prolongación del vencimiento sea aceptable para el mercado.<sup>6</sup> Es necesario tomar en cuenta una realidad más compleja:

---

<sup>6</sup> Ver sección 5 para mayor información sobre este tema.

- los factores del sector privado que incluyen: la credibilidad en el gobierno; riesgos de inflación y de renovación continua; las preferencias de liquidez; la disponibilidad de inversiones alternativas; el retorno de la inversión ajustada al vencimiento; y las expectativas del régimen de la tasa de cambio y los riesgos de una tasa de cambio asociada.
- Las motivaciones del gobierno y de los bancos centrales que implican no sólo minimizar el costo del endeudamiento ajustado a los objetivos de suavizar el déficit y los requerimientos del endeudamiento del sector público, sino también la inflación y las metas y expectativas monetarias, y las razones del desarrollo del sector financiero.

### **4.3 Opciones de Reestructuración**

#### **4.3.1 Reprogramación de los términos**

Una opción es reprogramar los términos del stock de emisiones existente. Esto generalmente implica prolongar la estructura de vencimiento y bajar los costos de interés. Si las tasas de interés están determinadas por el mercado entonces el alcance de reducirlas a través de negociaciones bilaterales será limitado. Sin embargo, puede ser posible prolongar los términos de repago.

Reprogramar y refinanciar los préstamos internos es similar a lo que hasta ahora se ha hecho con la deuda externa. Reprogramar significa cambiar los términos de repago de una deuda existente, en tanto que refinanciar es remplazar una deuda existente con la emisión de un instrumento nuevo y más barato. Los préstamos que se ajustan a la reprogramación o refinanciamiento pueden ser identificados a partir de comparar las tasas de interés del crédito con tasas de mercado actuales y esperadas.

En el caso de Letras del Tesoro, la vía más directa para prolongar la duración del vencimiento es cambiar el vencimiento cuando se renueva una emisión. Por ejemplo, todo o parte de un vencimiento de una emisión de 91 días podría ser renovado a 182 días, en vez de 91 días. Para los Pagarés y Bonos del Tesoro de mediano y largo plazo, la reprogramación no podrá ser realista si los pagarés y bonos son emisiones al portador.

Para prolongar la estructura general de vencimiento del portafolio de las Letras del Tesoro, se sugiere que esto se realice gradualmente y de acuerdo con los requerimientos gubernamentales de política monetaria y con el financiamiento del déficit presupuestario. Por ejemplo, la emisión de las Letras del Tesoro de corto plazo puede ser designada como parte de la política monetaria, y su participación en el portafolio total de las Letras del Tesoro, debería ser alterado para coincidir con los montos generalmente necesarios para este propósito. En países con un mercado financiero naciente, esto generalmente significará reducir la cantidad de Letras del Tesoro de corto plazo por algunos años. Adicionalmente, se sugiere que la proporción de emisiones de Letras del Tesoro correspondiente a 182 días, 1 año, 2 años o más, sean ajustadas gradualmente a lo largo del tiempo para ampliar la estructura de vencimiento. Las proporciones deberían reflejar las necesidades esperadas de financiamiento del presupuesto gubernamental para el mediano y largo plazo.

#### **4.3.2 Recompra**

El concepto de recompra de la deuda interna es similar al de la deuda externa. Las preguntas principales relacionadas con su implementación son:

- ¿Qué deudas tienen que ser recompradas? La identificación de las deudas para una recompra posible depende principalmente del motivo del pasivo. No es aceptable considerar que la recompra de letras del Tesoro como ésta dañará la confianza del mercado respecto a la capacidad del gobierno para pagar y hará retardar indudablemente el desarrollo de los mercados financieros. Los préstamos del gobierno o de las empresas públicas son candidatos potenciales. De manera alternativa, la recompra pueden ser utilizada para sanear los atrasos significativos.
- ¿Quién posee la deuda? Si la deuda a ser recomprada pertenece principalmente al Banco Central y a bancos estatales, entonces el gobierno podrá 'persuadir' a estas instituciones para aceptar la recompra. Sin embargo, si la deuda pertenece a instituciones del sector privado, se las tiene que convencer de que la venta de sus deudas al gobierno está dentro de sus intereses y podría ser difícil convencerlos con buenos argumentos.
- ¿La deuda a ser recomprada, tendrá un descuento o estará al mismo monto especificado? Un argumento que podría convencer a los bancos comerciales y a otros para vender sus deudas al gobierno es si la venta es realizada al mismo monto especificado o con un premio. No obstante, esto sería muy caro. Convencer a los bancos comerciales para que acepten un descuento sustancial para una recompra es altamente improbable y nuevamente tendrá un impacto muy negativo en la confianza del sector financiero respecto a los instrumentos de deuda del gobierno.
- ¿Cómo será financiada la recompra? Las donaciones de los donantes o los ingresos de la privatización son dos posibles fuentes de financiamiento para las recompras de la deuda. Los ingresos de la privatización podrían ser utilizados para comprar la deuda de las empresas públicas que el gobierno ha asumido con el propósito de vender la empresa. De manera alternativa, el gobierno podría utilizar financiamiento externo aunque estas implicaciones adicionales se abordan en la sección 4.3.3.

En el caso de la operación recientemente acordada de reducción de la deuda interna para Cabo Verde, los fondos de los donantes y los ingresos de las privatizaciones están siendo utilizados para la recompra de la deuda interna. Sin embargo, esta situación en Cabo Verde fue considerablemente simplificada porque el 90% de la deuda interna pertenecía al Banco Central y a bancos estatales. Por ello, es posible que el gobierno ejercite una persuasión moral para realizar este tipo de operaciones.

### **4.3.3 Intercambio de deuda en moneda extranjera**

Esta opción implica que se prefiere la deuda en moneda extranjera a la deuda interna y esto sería probablemente cierto si un país está experimentando una fuerte depreciación de la moneda (o una inflación alta) y ha habido una huida hacia el dólar u otras monedas extranjeras. Sin embargo, en un momento de relativa estabilidad de la moneda, la deuda externa es menos atractiva para los bancos y otros dueños de deuda interna, particularmente si las tasas internas de interés son altas, relativas a las tasas externas de interés. Adicionalmente, si las tasas internas de interés y de inflación estuvieran por caer, esto podría impulsar una estabilidad más grande de la moneda o incluso una apreciación en un ambiente macroeconómico estable, haciendo la deuda extranjera inclusive menos atractiva para los tenedores. Así, para evaluar esta opción es necesario evaluar las tasas relativas de interés y las proyecciones de la moneda.

Adicionalmente, será importante analizar cuáles deudas pueden ser intercambiadas (nuevamente las letras del Tesoro no serán una opción por la misma razón que se señaló anteriormente) y qué instituciones poseen la deuda.

#### **4.3.4 Intercambio de deuda por patrimonio**

La aplicabilidad de esta opción depende del gobierno y de la empresa pública que está en capacidad de emitir patrimonio o bienes alternativos, que los inversionistas quieren poseer. Para el gobierno, los intercambios de deuda por patrimonio no son apropiados al menos que el gobierno pueda emitir patrimonio, el cual sea visto como una inversión atractiva en el mercado. De manera similar, para las corporaciones públicas esta opción depende de que los inversionistas acepten el patrimonio como una alternativa para la deuda.

#### **4.3.5 Reducción del servicio de la deuda**

Si se sobrepasan los gastos del gobierno originalmente previstos, este puede verse obligado a capitalizar los pagos de intereses de las Letras del Tesoro a través de su renovación con el propósito de cubrir sus necesidades de financiamiento de corto plazo. Cuando las tasas de interés son altas, este proceso puede conducir a un crecimiento en espiral del saldo de la deuda para pagar el costo de las Letras del Tesoro de corto plazo. Una opción para romper este círculo es buscar financiamiento de los donantes para cubrir una proporción de los costos del servicio de la deuda, reduciendo la necesidad de ampliaciones de los montos crecientes del stock del Tesoro. Si se dispone de financiamiento suficiente, entonces el gobierno estará en posibilidades de empezar a reducir la cantidad de Letras del Tesoro refinanciadas mediante nuevo crédito y con esto el stock pendiente.

#### **4.3.6 Saneamiento de los vencimientos**

Si existen pagos en mora, estos generalmente están relacionados con los pagos a los proveedores o a deudas de la empresa pública asumidas por el gobierno bajo garantías del gobierno o en preparación para la privatización.

La pregunta central relacionada con el saneamiento de los atrasos es cómo debería ser financiado. Una opción es utilizar fondos de ayuda de los donantes como ha sucedido en Tanzania. De manera alternativa, el gobierno podría reservar los ingresos de la privatización para sanear estos atrasos. Sin embargo, si existe sólo un número limitado de privatizaciones esperadas, estos ingresos serán pequeños y los plazos imprevisibles. La reprogramación de los atrasos (algunas veces referida como securitización) es otra posibilidad si los fondos de los donantes u otro financiamiento no está disponibles para el saneamiento de los atrasos. Si la reprogramación es una opción, entonces debería hacérsela en las mejores condiciones posibles. Sin embargo, esto generalmente significará negociar un vencimiento más largo ya que las tasas de interés estarán generalmente relacionadas con el mercado.

#### **4.3.7 Fondo para la deuda interna**

Una vía para alcanzar la reducción del servicio de la deuda y/o saneamiento de los atrasos es movilizar apoyo de los donantes hacia el Fondo para la Deuda Interna (FDI), diseñado de acuerdo a los Fondos de Deuda Multilateral en Bolivia, Burkina Faso, Guinea-Bissau, Mozambique, Tanzania y Uganda. Los beneficios de un FDI son:

- es una forma costo-efectiva para movilizar y coordinar los fondos de los donantes;
- mejora la gestión y análisis del gobierno sobre la deuda total y la propiedad de su estrategia de deuda;
- permite al gobierno asumir el liderazgo en la planificación de sus costos de financiamiento;
- permite al gobierno reducir la carga fiscal de su servicio de deuda interna y con ello concentrar sus limitados recursos presupuestarios en el gasto del sector social que es vitalmente importante para la reducción de la pobreza;

- proporciona un foro para las discusiones con los donantes sobre los temas de la deuda.

#### **4.3.8 Conversión del sobregiro**

Si el gobierno ejecuta un sobregiro grande con el Banco Central, es posible convertir éste en un stock de largo plazo a una tasa de interés más baja. El gobierno puede ser capaz de utilizar una persuasión moral para alcanzar esto. Sin embargo, esto afectará el ingreso del Banco Central lo cual se debe tomar en cuenta cuando se considere esta opción.

#### **4.3.9 Letras del Tesoro o Bonos del gobierno indexados**

La conversión de una porción de saldo existente en un saldo indexado podría teóricamente permitir una prolongación más rápida de los vencimientos y la reducción de las tasas de interés (vinculadas a la inflación) debido a la credibilidad mejorada del gobierno. Sin embargo, también puede brindar desventajas mayores si contempla premios al riesgo debido a una baja credibilidad del gobierno al momento de emitir el stock; y un premio para las emisiones de un nuevo instrumento — ambos podrían significar vencimientos más cortos y tasas de interés más altas que las deseables.

#### **4.3.10 Tasa de cambio vinculada al stock**

Teóricamente, esta opción proporciona la protección contra el riesgo de la tasa de cambio. Si el gobierno convierte una porción de su deuda a una tasa de cambio vinculada con el stock, por decir la tasa de la moneda local de dólar americano, se mantiene el capital de los inversionistas independientemente de cualquier depreciación de la moneda local respecto del dólar americano. En épocas de inestabilidad de la moneda, este tipo de bono sería atractivo para los inversionistas; sin embargo, podría significar un alto costo para el gobierno si es que se produce una depreciación sustancial de la tasa de cambio. Así las proyecciones de la moneda son cruciales para la evaluación de esta opción.

#### **4.3.11 Separación de la deuda gubernamental en dos instrumentos**

Otra opción que algunas veces se propone es separar las Letras del Tesoro y las Letras del Banco Central - que tienen la ventaja de señalar claramente a los mercados el motivo del endeudamiento - el déficit financiero o control monetario y el desarrollo del sector financiero. Sin embargo, existe el riesgo que esto pueda luego fraccionar un mercado pequeño, y que el Banco Central pueda ser capaz de soportar el costo del endeudamiento asociado con estas políticas, y que lo transfiera al gobierno.

### **4.4 Opciones para Nuevo Endeudamiento**

El objetivo de las simulaciones del nuevo endeudamiento es calcular con precisión proyecciones del servicio futuro de la deuda. De manera ideal, los supuestos de nuevos desembolsos serán realizados separadamente de cualquier otra deuda por contraerse (préstamos, bonos ya acordados pero aún no desembolsados) y posiblemente de las nuevas emisiones de las Letras del Tesoro para la implementación de la política monetaria y el financiamiento del déficit presupuestario así como nuevos préstamos para financiar proyectos y/o inversiones.

Los parámetros a ser considerados cuando se proyecta nuevos desembolsos incluyen los montos y plazos y el perfil anticipado de los desembolsos. Adicionalmente, será necesario tomar en cuenta las siguientes políticas gubernamentales y de los mercados financieros:

- la política de endeudamiento, incluyendo techos legales.

- la política de tasa de interés y si se espera que las tasas bajen o suban en el futuro. Es necesario considerar la relación entre las tasas nominales y reales y si el gobierno está buscando, por ejemplo, reducir las tasas reales cuando la inflación disminuya.
- la política de tipo de cambio en la medida en que las tasas de interés tienden a responder de manera inversa a las modificaciones en la tasa de cambio. Una debilitación en la moneda puede presionar al gobierno para que eleve las tasas de interés y viceversa.
- la política monetaria; ajustar la política monetaria implicará nuevas emisiones adicionales, mientras que el permitir más dinero en la economía reducirá el monto de nuevas emisiones.
- el estado de los mercados financieros para averiguar cuánto están dispuestas a comprar las nuevas instituciones financieras de deuda y el público. Mientras más desarrollado y sofisticado es el sector financiero, es más probable que el gobierno sea capaz de emitir una variedad de nuevos instrumentos de deuda tanto para la política monetaria como para los propósitos del financiamiento del presupuesto.

Es crucial que las proyecciones de los nuevos desembolsos sean cautelosas, y que se basen en desempeños recientes. Las proyecciones excesivamente altas pueden inflar el valor presente de la deuda. Las proyecciones de la tasa de interés deben también ser realistas y consistentes con las predicciones de la tasa de inflación.

#### **4.4.1 Letras del Tesoro**

Las emisiones de Letras del Tesoro de corto plazo son generalmente utilizadas para absorber la liquidez excesiva en la economía y los montos a ser refinanciados mediante nuevo crédito deberían reflejar requerimientos pasados. Las Letras del Tesoro de plazos mayores son mayores y las nuevas emisiones deberían anticipar las necesidades de financiamiento del presupuesto. Las tasas de interés tendrán que estar de acuerdo con las tasas proyectadas de inflación. Ejemplos sobre cómo se ha realizado esto son abordados más adelante en el cuadro 4.

#### **4.4.2 Préstamos y bonos**

Los montos proyectados y los desembolsos del nuevo endeudamiento estarán generalmente influidos por la inversión y/o el proyecto de requerimiento de financiamiento. Los plazos reflejarán las condiciones anticipadas del mercado y la fuente de crédito. Los préstamos bancarios, por ejemplo, podrían soportar las tasas flotantes de interés mientras que las emisiones de bonos tendrán generalmente condiciones fijas de interés. Una explicación de los aspectos relacionados con instrumentos más complejos, como la tasa indexada y la tasa de cambio vinculada al stock, se encuentra en la sección 4.3.

#### **4.4.3 Brechas de financiamiento**

Adicionalmente al nuevo endeudamiento, es también necesario considerar como será cubierta cualquier brecha financiera del presupuesto - con emisiones de Letras del Tesoro (de corto o largo plazo), préstamos o bonos. Como sucede con los supuestos para el nuevo endeudamiento, los supuestos de cualquier forma de cubrir la brecha pueden tener un impacto crucial en la sostenibilidad de la carga de la deuda. Los plazos para cualquier préstamo orientado a cubrir la brecha pueden ser los mismos de los supuestos para nuevos endeudamientos, o pueden variar de acuerdo a una evaluación de la disponibilidad del mercado para suscribir los nuevos instrumentos de deuda - si es posible evaluar esto de manera precisa.

**CUADRO 4 ESCENARIOS DE LA DEUDA INTERNA PARA CAMERÚN, GHANA Y TANZANIA*****Para Camerún*****Mantenimiento de la política existente**

El escenario asume que se mantiene la política presente de pago con acreedores claves y la securitización de los atrasos. El principio es proporcionar a los tenedores un instrumento negociable y permitir al gobierno hacer pagos ordenados en un periodo más largo. Las deudas bancarias y de la compañía de seguros ya han sido securitizadas a 30 y 12 años, respectivamente, con tasas de interés relacionadas al mercado. Los atrasos en los salarios y los pagos congelados de los salarios serán pagados durante 1 y 3 años respectivamente. Otras deudas serán securitizadas con repagos durante 12 años, con 3 años de gracia y al 3% de interés.

**Creación de un Fondo de Deuda Interna**

Puesto que la securitización de las deudas propuesta en el primer escenario dará por resultado una carga fiscal incrementada para el Tesoro, este escenario evalúa los efectos de utilizar el apoyo adicional de los donantes para cubrir costos más altos de servicio de la deuda interna. El Fondo será utilizado para reducir el saldo de la deuda al permitir la recompra de deudas comerciales específicas y deudas por obras públicas con un descuento de 60%, rindiendo a un precio de 40% comparado con el precio del mercado secundario de 25%.

***Para Ghana*****Práctica actual**

Se diseña este escenario para analizar el costo del servicio de la deuda sobre el supuesto que se mantiene el statu quo y que no existe reducción de, o cambio en, la estructura del saldo de la deuda interna. Se asume que el saldo de las Letras del Tesoro aumenta de acuerdo con el crecimiento del gasto actual del gobierno. Se asume las tasas de interés para disminuir las bajas de la inflación y el gobierno es capaz de alterar gradualmente la estructura actual de la tasa de interés y alcanzar tasas más altas para las letras del Tesoro de mediano plazo.

**Reducción del saldo interno**

Se diseña este escenario para analizar las implicaciones de la reducción del saldo de Letras del Tesoro de corto plazo en 10% anual en 1999-2001 y del cambio gradual de la estructura del stock de la deuda interna al utilizar Pagarés del Tesoro con plazos más largos de 1 y 2 años y reintroduciendo emisiones de 5 años. El principio que guía estos supuestos es que con el tiempo las Letras del Tesoro de 91 días serán utilizadas casi exclusivamente para propósitos de política monetaria, y las emisiones de Letras del Tesoro de largo plazo serán utilizadas para financiar el déficit gubernamental. Adicionalmente, se asume que el gobierno alcanzará un portafolio de deuda interna más balanceada e introducirá saldos del Tesoro a plazos mayores, incluyendo emisiones de 5 años. El 10% de la reducción anual del stock de las letras del Tesoro de corto plazo implica una disminución modesta de 50 billones de cedis en 1999, reduciéndose a 38 billones de cedis en el 2001, y dará por resultado ahorros de interés de 9.5 billones de cedis (US\$4m) en 1999. Adicionalmente, se asume que el saldo total de las Letras del Tesoro se mantendrá constante después de ello, aunque con una prolongación de la estructura de vencimiento.

Para tasas de interés, se asume que con la reducción en las emisiones de las Letras del Tesoro de corto plazo, se podrá alcanzar reducciones posteriores en las tasas reales de interés y de ahí las tasas nominales disminuirán más rápidamente. También se asume que con la introducción de emisiones de mayor plazo, y un portafolio de deuda más balanceado, se puede alcanzar más rápidamente una curva de rendimiento con pendiente creciente.

***Para Tanzania*****Alivio moderado**

Este escenario evalúa el efecto del actual apoyo norteamericano en el saneamiento de los atrasos y la movilización de un apoyo pequeño para el saneamiento posterior de los atrasos durante un periodo de cuatro años y un 10% de reducción de los saldos de las Letras del Tesoro de largo plazo en 1998/99. El objetivo es reducir los saldos y bonos más costosos y promover el desarrollo del sector financiero. Se mantendrá las Letras del Tesoro de corto plazo (91 días) con fines de política monetaria, y se reducirá las letras de 182 días y 364 días en 10% a medida que se vayan llegando los vencimientos.

**Alivio elevado**

Este escenario se construye sobre el primero y expande el rol de las asistencia de donación para reducir el saldo de las Letras del Tesoro de 182 días y 364 días en 20% y para repagar todos los saldos gubernamentales y bonos a medida que se vayan llegando los vencimientos.

## 5. RATIOS DE SOSTENIBILIDAD

Los principales ratios para evaluar la sostenibilidad de la deuda interna son los siguientes:

- **Servicio de la deuda/ingreso presupuestario interno** — esto mide la capacidad del gobierno para pagar el servicio de la deuda con las fuentes internas. El servicio de la deuda es la suma del interés y capital, incluyendo el monto del capital de las Letras del Tesoro renovadas continuamente como una obligación del gobierno y que tienen que ser pagadas, totalmente o en partes, si el mercado no está de acuerdo con renovar emisiones pendientes.
- **Valor presente/ingreso presupuestario interno** — esto mide el costo actual del servicio de la deuda comparado con la capacidad de pago del gobierno. Puesto que la mayoría de la deuda interna es emitida a tasas de interés relacionadas con el mercado, el VP de la deuda interna es generalmente alto con relación a aquel de la deuda externa que generalmente es más concesional.
- **Intereses/ingreso presupuestario interno** — esto mide el costo de los intereses de la deuda interna.
- **Saldo de la Deuda/PIB** — esto mide el nivel del endeudamiento interno relativo a la actividad económica del país. Asume implícitamente que todo lo del PIB es accesible para financiar la carga de la deuda interna, lo que no es necesariamente cierto.
- **Saldo de la Deuda/ingreso presupuestario interno** — esto mide el nivel del endeudamiento interno relativo a la capacidad de pago del gobierno. Demuestra el número de años de ingresos requeridos para pagar el saldo total de la deuda.

Todos los ratios anteriores son estáticos, es decir, se relacionan con un periodo de tiempo. Por ello, es importante observar cómo los ratios de la deuda se mueven en el tiempo - es decir, las dinámicas de la deuda. Esto implica la relación entre la tasa de interés o el costo efectivo del endeudamiento y la tasa de crecimiento de las exportaciones, en el caso de la deuda externa, y la tasa de crecimiento del ingreso presupuestario, para la deuda total. El análisis de la dinámica nos indica si la relación entre estas variables está aumentando, disminuyendo o se mantiene constante en el tiempo. Por ejemplo, si el costo efectivo del endeudamiento es más alto que el crecimiento en el ingreso gubernamental, entonces esto indica una carga creciente del servicio de la deuda. De manera alternativa, si el costo efectivo del endeudamiento interno es menor que la tasa de crecimiento del ingreso, esto puede señalar un descenso en la carga del servicio de la deuda.

A la fecha, no existen hitos acordados intencionalmente para la evaluación de la sostenibilidad de la deuda interna. Sin embargo, un análisis preliminar de la información disponible para los países HIPC señala que los países con ratios de deuda en, o cerca de, el tope del rango del umbral descrito a continuación, ya han acumulado mora y están enfrentando cargas de deuda interna insosteniblemente altas; en tanto que aquellos con ratios por debajo, o cerca, de la parte inferior del rango no tienen atrasos y de ahí que su deuda puede ser considerada sostenible. Los países que tienen ratios que están dentro del rango pueden ser considerados como poseedores de una carga de deuda interna potencialmente insostenible.

<b>TABLA 1 HITOS PRELIMINARES PARA LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA INTERNA</b>	
<b>Indicador de la deuda interna</b>	<b>Rango mínimo</b>
Servicio de la deuda total/ingreso	28% - 63%
VP de la deuda/ingreso	88% - 127%
Interés/ingreso	4.6% - 6.8%
Deuda/PIB	20% - 25%
Deuda/ingreso	92% - 167%

Fuente: Debt Relief International

## **6. COMO ELEGIR ENTRE EL ALIVIO DE LA DEUDA EXTERNA vs INTERNA Y NUEVOS ENDEUDAMIENTOS**

El punto central a destacar es que no existen indicadores simples ex ante para definir adecuadamente las prioridades para la reducción de la deuda o de nuevas emisiones. Muchos factores influyen en esta elección, y esto puede ser analizado sólo con un análisis integral país por país de la deuda total gubernamental.

Uno de los factores más importantes es el costo relativo, en términos de valor presente, de la deuda externa e interna. Así también es importante evaluar la carga total de la deuda para observar los costos relativos sobre una base de crédito por crédito, acreedor/tenedor, o deudor/emisor. Además, existen otros factores que tienen que ser considerados, como:

- ¿Cuáles son las cargas relativas de la deuda externa/interna en términos de los principales ratios de la deuda?
- ¿Cuál será el impacto del alivio máximo de la deuda externa/interna en los indicadores de la deuda?
- ¿Es la clasificación de la deuda apropiada para las acciones de alivio de deuda o de reestructuración?
- ¿Qué acreedores están dispuestos a prestarse otra vez y cómo podría impactar el alivio sobre esto?
- ¿Cuáles son los niveles actuales de exposición de la tasa de cambio y de la tasa de interés y cómo afectará el nuevo endeudamiento a estos riesgos? Esto puede ser analizado utilizando técnicas de valoración del riesgo (VAR).
- ¿Cuáles son las expectativas de las tasas externas e internas de interés e inflación y de las tendencias del tipo de cambio?
- ¿Tendrá implicaciones la reducción o reprogramación en el desarrollo del sector financiero, y si es así, cuáles serán?

## **7. VINCULOS CON LA REDUCCIÓN DE LA POBREZA**

Existen dos preguntas principales que deben ser abordadas al considerar el vínculo entre la deuda interna y la reducción de la pobreza:

- ¿Es la carga actual de la deuda sostenible en términos fiscales y si no es así, que pasos se tienen que dar para asegurar la sostenibilidad en el mediano plazo, especialmente en términos de liquidez, de tal manera que se cumpla la meta del gasto gubernamental para la reducción de la pobreza?
- ¿Qué ahorros proporcionarán alivio/reestructuración de la deuda, y serán estos ahorros suficientes para apoyar las necesidades de inversión social?

El objetivo es evaluar la sostenibilidad fiscal de la carga presente de la deuda y de los nuevos endeudamientos proyectados dentro del marco de los planes actuales de gasto del gobierno y de las proyecciones del ingreso, y analizar los ahorros anticipados generados por el alivio/reestructuración de la deuda y comparar estos ahorros con el costo total del programa gubernamental para la reducción de la pobreza.

Específicamente con relación a la deuda interna, los temas a considerar incluyen:

- ¿Proporcionará el alivio de la deuda interna ganancias 'reales' para ser gastadas en la reducción de la pobreza o dará como resultados la diversificación de los recursos del gobierno para pagar la deuda interna o sanear los atrasos?
- ¿Los costos del servicio futuro de emisiones de nueva deuda interna, incluyendo la renovación de Letras del Tesoro, desplazarán el gasto en reducción de la pobreza? Las nuevas emisiones de corto plazo, los instrumentos de la tasa variable de interés aumentan el riesgo, especialmente en un clima de tasas de interés en aumento.
- ¿Apoyarán los donantes, de manera individual o colectiva, los esfuerzos del gobierno de reducción de los costos del servicio de la deuda interna para, de esta manera, poder aliviar fondos adicionales para el gasto relacionado con la pobreza? Un incremento en los programas de ayuda lograría esto de manera más directa.
- ¿La recompra o el rechazo de los atrasos internos vuelve más difícil y más caro para el gobierno la renovación continua o la emisión de nuevos instrumentos en los mercados financieros internos? Las tasas internas más altas de interés significarán menos recursos presupuestarios disponibles para la reducción de la pobreza.
- ¿Mejorará la reestructuración de la deuda la percepción del clima de inversión y con ello impulsará el crecimiento y las oportunidades de ahorro de los ingresos de los pobres? Si la reducción de la deuda interna da como resultado mayores préstamos bancarios al sector privado orientados a la inversión, los pobres se beneficiarían con la actividad económica incrementada y con la demanda de empleo. Estos efectos serán más grandes si la reducción en la deuda interna también conduce a tasas de interés más bajas, con lo cual se reduce el costo de los préstamos para inversión. Sin embargo, la eficacia de estos efectos dependerá en cierto grado de la competitividad del sector bancario.

---

## PUBLICACIONES DE DEBT RELIEF INTERNATIONAL

---

Todas las publicaciones están también disponibles en inglés, francés y portugués.

1. Programa de Fortalecimiento de las Capacidades de Análisis y Estrategia de Deuda de los HIPC
2. Implementando la Iniciativa HIPC Reforzada: Aspectos Claves para los Gobiernos HIPC
3. El Club de París
4. Panorama del Canje de Deuda
5. Aspectos Claves para el Análisis de la Sostenibilidad de la Deuda Interna
6. Prioridades para el Desarrollo de Capacidades en los Países HIPC

Se pueden obtener estas publicaciones por medio de:

Debt Relief International  
4<sup>th</sup> Floor, Lector Court, 151-153 Farringdon Road, London EC1R 3AF, Reino Unido.  
Teléfono: 44 (0)20 – 7278 0022  
Facsimil: 44 (0)20 – 7278 8622  
[publications@dri.org.uk](mailto:publications@dri.org.uk)