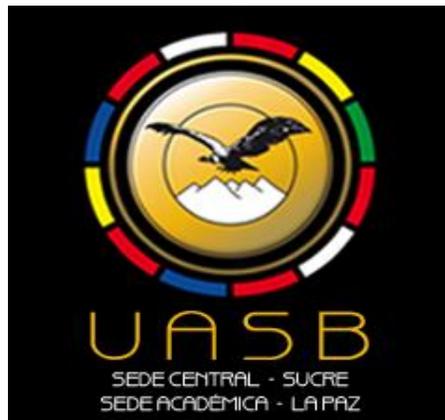


UNIVERSIDAD ANDINA “SIMON BOLIVAR”

MAESTRIA EN ECONOMÍA CORPORATIVA Y FINANCIERA



Estudio de Caso

“La Recomposición de la Deuda Pública Interna y la Gestión de la Deuda Pública del Tesoro General de la Nación”

Sergio Armando Cusicanqui Loayza

La Paz, noviembre 2013

Dedicatoria

A mi hija Fabiana, mi hijo Emiliano, mi esposa Karina, mi hermano André y mis padres Daysi y Alberto y mi abuelo Belisario, quienes me apoyan en todo momento y me brindan la motivación más grande para trabajar día a día con la misma fortaleza, responsabilidad y cariño.

Agradecimientos

A la Universidad Andina Simón Bolívar, por brindar una oportunidad de continua formación profesional, a los compañeros de trabajo y amigos que me brindan su constante apoyo.

Tabla de contenido

CAPÍTULO I MARCO GENERAL	5
I.I INTRODUCCIÓN	5
I.II JUSTIFICACIÓN	7
El Método de Estudio de Caso.....	7
La Política Fiscal (Finanzas Públicas).....	8
I.III FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	10
Problema.....	14
I.IV OBJETIVOS	15
Objetivo Principal	15
Objetivos Secundarios.....	15
I.V METODOLOGÍA	16
I.VI ALCANCES	16
CAPÍTULO II MARCO TEÓRICO	18
CAPÍTULO III MARCO PRÁCTICO	31
III.I GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL TGN ENTRE 2000-2012	32
III.II SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL TGN	34
Composición por Plazo.....	34
Composición por Monedas.....	37
III.III EMISIÓN NETA DE DEUDA PÚBLICA DEL TGN	40
Emisión Bruta de deuda por plazos.....	42
Emisión Bruta de deuda por moneda	45
III.IV TASAS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL TGN	47
CAPÍTULO IV MARCO PROPOSITIVO	50
CAPÍTULO V.- CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	53
V.I CONCLUSIONES	53
V.II RECOMENDACIONES	55
BIBLIOGRAFÍA	56

CAPÍTULO I MARCO GENERAL

I.1 INTRODUCCIÓN

A partir de la segunda mitad de la década de los ochenta del siglo pasado, la entonces República de Bolivia luego de una profunda crisis económica y con el fin de lograr estabilidad económica, asumió un modelo económico basado en la apertura de la economía nacional, libre comercio, procesos de privatización y principalmente la disminución del tamaño del sector público otorgando un rol protagónico al sector privado.

En ese marco, Bolivia implementó lo que se llaman las reformas estructurales de primera y segunda generación. Las reformas de primera generación estuvieron orientadas a obtener la estabilización de la economía, el control del proceso hiperinflacionario y sentar las bases de liberalismo económico, a través de la promulgación del Decreto Supremo N° 21060 de 29 de agosto de 1985. Todo esto significó establecer el libre mercado como paradigma de la economía, minimizando la participación del Estado en la economía y el sector privado es el que asume el rol protagónico en el desarrollo nacional.

En esta línea, la reforma estructural de segunda generación consistió principalmente en los procesos de privatización de las empresas públicas del país, que para el caso boliviano adoptó el nombre de “capitalización”. A través de la implementación de estas reformas el Estado relegó su participación en la economía nacional a la mínima expresión, pasando a adoptar simplemente un rol de regulador de la actividad económica.

Una vez que el actual presidente del Estado Plurinacional de Bolivia asume el cargo el 22 de enero de 2006 se inicia un proceso a través del cual el Estado recupera el rol protagónico en la economía, de esta manera también recupera los instrumentos de política monetaria y la política fiscal asume un rol

fundamental en la economía nacional, principalmente a través de la inversión pública.

En ese marco, el análisis de las finanzas públicas, entendido como la administración de los recursos públicos desde su captación hasta su destino final cobran nuevamente importancia y en especial la gestión de la deuda pública.

Antes de 2006 el ratio de deuda pública del Tesoro General de la Nación (TGN) respecto al PIB presentaba niveles muy por encima de los umbrales establecidos por organismos internacionales (MERCOSUR 40% - COMUNIDAD ANDINA DE NACIONALES 50% - MAASTRICHT 60%) alcanzando cifras históricas de más del 80%¹. Asimismo, la deuda interna del TGN tenía como principal característica cortos plazos de vencimientos y su denominación en moneda extranjera o indexada a la inflación.

Hasta antes de 2006 la contratación y emisión de deuda interna era realizada con vencimientos de corto plazo, por ejemplo, entre 2000 y 2005 se contrataron créditos de liquidez con el Banco Central de Bolivia por más de Bs.8,000 millones, los cuales tenían vencimientos entre 3 y 6 meses. Asimismo, la deuda pública interna era contraída en moneda extranjera (dólares estadounidenses) e indexadas a la inflación.

Es decir que la deuda interna del TGN presentaba un alto grado de vulnerabilidad principalmente en el ámbito del riesgo de refinanciamiento y el riesgo cambiario; el primero entendido como el riesgo de no poder captar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones adquiridas y el segundo como el riesgo de que la deuda tenga un comportamiento explosivo producto de las variaciones del valor de la moneda extranjera.

¹ MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS (2012) “Boletín de Estadísticas del Tesoro General de la Nación”

A partir de 2006 se inicia la implementación de una nueva política de endeudamiento orientada a reducir las vulnerabilidades que presentaba la composición de la deuda interna del TGN a través del alargamiento de plazos y la “bolivianización” de la cartera de deuda principalmente, es decir, se realiza una administración de pasivos sustituyendo deuda de corto plazo por deuda de largo plazo; se adquiere deuda en bolivianos en lugar de deuda en moneda extranjera o indexada a la inflación.

Dentro de este proceso de administración de pasivos es importante mencionar que la nueva política de endeudamiento estuvo caracterizada por la utilización de instrumentos competitivos y de mercado, desarrollando así el mercado financiero nacional y diversificando las fuentes de financiamiento del TGN.

I.II JUSTIFICACIÓN

El Método de Estudio de Caso

Desde hace varias décadas se viene trabajando con el método de estudio de caso en los diferentes niveles de educación ya sean de pregrado o posgrado, principalmente en dos ámbitos, de la enseñanza y de la investigación científica.

Para la investigación, el estudio de caso tiene como principal objetivo la descripción de una situación, la explicación de un resultado a partir de una teoría, la identificación de mecanismos causales o la validación de teorías.

En este marco, el estudio de caso en el ámbito de la investigación, tiene como uno de sus principales objetivos realizar inferencias válidas a partir del estudio detallado de acontecimientos que no se desarrollan en un laboratorio, sino en el contexto de la vida social, económica e institucional, esperando obtener un “conocimiento científico”.

Considerando la noción de ciencia que propone Sanguinetti (1994): “... es el conocimiento ordenado y mediato de los entes y sus propiedades, por medio de sus causas”, el estudio de caso permite lograr el conocimiento científico por medio de causas o principios de los hechos y sus protagonistas a través de un modo metódico, aplicando el rigor en la búsqueda de las causas.

En la inferencia lógica (que algunos llaman científica o causal), el investigador postula o descubre relaciones entre características, en el marco de un esquema conceptual explicativo. La relevancia del caso y su generalizabilidad no provienen, entonces, del lado estadístico, sino del lado lógico: las características del estudio de caso se extienden a otros casos por la fortaleza del razonamiento explicativo.

La Política Fiscal (Finanzas Públicas)

A partir del estallido de la crisis financiera internacional en el 2007 la política fiscal ha recobrado la importancia en el ámbito de la política económica y en el ambiente académico se ha retomado la discusión sobre su eficacia para resolver una crisis como la que viene soportando la economía mundial.

El resurgimiento de la importancia de la política fiscal, la actual crisis económica y las experiencias de sobreendeudamiento vividas en Latinoamérica en los últimos treinta años, hacen que el análisis e investigación de la sostenibilidad de la deuda pública sea un tema fundamental para la economía y se convierte en una prioridad para los principales Organismos Internacionales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

En el caso boliviano, en la década de los ochenta se tuvo que renegociar la deuda externa principalmente contratada con bancos privados, posteriormente a finales de la década de los noventa y durante los primeros años de este siglo el país fue beneficiado con varios programas de alivio de deuda para países pobres altamente endeudados (HIPC por sus siglas en inglés).

Los altos niveles de endeudamiento tienen sus orígenes en los continuos desequilibrios fiscales y la mala utilización de los recursos contratados los cuales generalmente son destinados a financiar gasto corriente o a proyectos que no tienen el efecto multiplicador en la economía capaz de mejorar la capacidad de endeudamiento.

En ese sentido, la política de endeudamiento implementada antes de 2006 puede ser caracterizada por estar orientada principalmente a cubrir los permanentes desequilibrios fiscales originados por bajos niveles de recaudación tributaria, crecimiento sostenido del gasto corriente, implementación de reformas estructurales que nunca tuvieron los resultados prometidos, débil crecimiento económico, recursos naturales en manos del sector privado y el Estado como un actor secundario en la economía.

Año tras año se generaban altas necesidades de financiamiento del sector público, más precisamente del Tesoro General de la Nación, para cubrir los gastos del sector público improductivo (administrativo), relegado por el ámbito privado privilegiado desde 1985.

Con el cambio de modelo económico, desde 2006 se produce un giro de 180 grados en la política fiscal en sus dos niveles (gastos e ingresos públicos) en base a los resultados del proceso de nacionalización de los recursos naturales y a la implementación de una política del gasto prudente.

En el caso del gasto se implementa una política de priorización del gasto público orientado a la inversión pública; y por el lado del ingreso se inicia una fuerte política de incremento de los ingresos, ampliando la base de contribuyentes.

En este nuevo marco, a partir de 2006 se implementa una nueva política de endeudamiento orientada a reducir las vulnerabilidades heredadas (plazos cortos, deuda dolarizada) y orientar los recursos hacia la inversión pública con

el fin de coadyuvar al proceso de crecimiento sostenido y mejora permanente de la capacidad de endeudamiento.

Por lo expuesto, el presente trabajo tiene como objetivo, presentar un estudio de caso en el ámbito de la investigación científica, en su más pura expresión, llevando la gestión de las finanzas públicas, más específicamente la administración de la deuda pública interna, al escenario de la realidad, describiendo el diagnóstico de la deuda pública interna del TGN, las medidas de política económica implementadas hacia la reducción de las vulnerabilidades que presentaba antes del 2006, los resultados obtenidos y los desafíos en la gestión de las deuda.

I.III FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

Uno de los numerosos beneficios de la globalización ha sido el consenso alcanzado en ámbitos muy diversos del debate académico en materia económica, especialmente el reconocimiento generalizado de que sin equilibrio macroeconómico, una economía no puede alcanzar un crecimiento sostenido en el tiempo y no se podrán alcanzar las metas de mejoramiento en la calidad de vida de la población.

Dentro de la economía el concepto de estabilidad macroeconómica varía según las diferentes corrientes teóricas, sin embargo en términos generales se puede establecer que la misma implica la prevalencia de estabilidad de precios en un marco de equilibrio externo y disciplina fiscal (sostenibilidad fiscal).

Para efectos del presente trabajo, nos concentraremos en el análisis de la disciplina fiscal, entendida como el logro de la sostenibilidad de las finanzas públicas y condición necesaria para el logro de la estabilidad macroeconómica.

En este marco, las finanzas públicas comprenden las operaciones de las instituciones públicas orientadas a la captación de recursos y la utilización de

los mismos. Dentro de las operaciones de captación de recursos para el sector público se encuentran, entre otros instrumentos, el cobro de impuestos, las utilidades de las empresas públicas, la contratación de deuda pública, tanto en el ámbito interno como externo. Por otro lado, en cuanto al destino de los recursos se tiene lo que es el gasto público, inversión pública, subsidios y transferencias, entre otros.

En consecuencia la sostenibilidad fiscal se alcanza cuando la deuda pública como porcentaje del Producto Interno Bruto se mantiene constante en un nivel considerado apropiado, o se reduce gradualmente de un nivel considerado por encima de los umbrales establecidos por organismos internacionales (MERCOSUR 40%; CAN 50%; MAASTRICHT 60%), al tiempo que se satisfacen los objetivos de costo y riesgo.

Por lo expuesto, se puede deducir que la sostenibilidad de las finanzas públicas y más precisamente de la deuda pública puede ser una variable que apalanque el crecimiento sostenido de una economía o en su caso provocar profundas crisis debido a la implementación de políticas que no logren los resultados esperados, como es el caso de la crisis económica que vienen sufriendo desde el 2007 muchos países considerados desarrollados.

Algunos analistas identifican que la actual crisis financiera internacional tiene sus orígenes en la política monetaria expansiva que se implementó a principios de la década del 2000 reflejada principalmente en la reducción de las tasas de interés, lo cual incentivó de manera importante la demanda por crédito, generando en última instancia una burbuja hipotecaria debido a la otorgación de créditos a personas que no tenían la suficiente solvencia.

Además de este panorama, es necesario resaltar que en medio de un escenario de expansión del crédito los bancos “empaquetaban” los créditos hipotecarios a través de la estructuración de otros instrumentos financieros,

como titularización, y los vendían traspasando de esta manera el riesgo de cobro a la entidad que adquiriría este nuevo instrumento.

Una vez que estalla la crisis financiera internacional, la misma se refleja en la contracción del crédito, explosión del déficit público y de las tasas de interés para la refinanciación de las obligaciones adquiridas y a punto de vencer, tanto de los agentes privados como del sector público en general.

Los bancos, primero en Estados Unidos y luego en Europa, limitaron la otorgación de créditos a las empresas y familias provocando de esta manera recesión económica debido a que estos agentes económicos no podían afrontar sus diferentes obligaciones, afectando directamente a la demanda agregada.

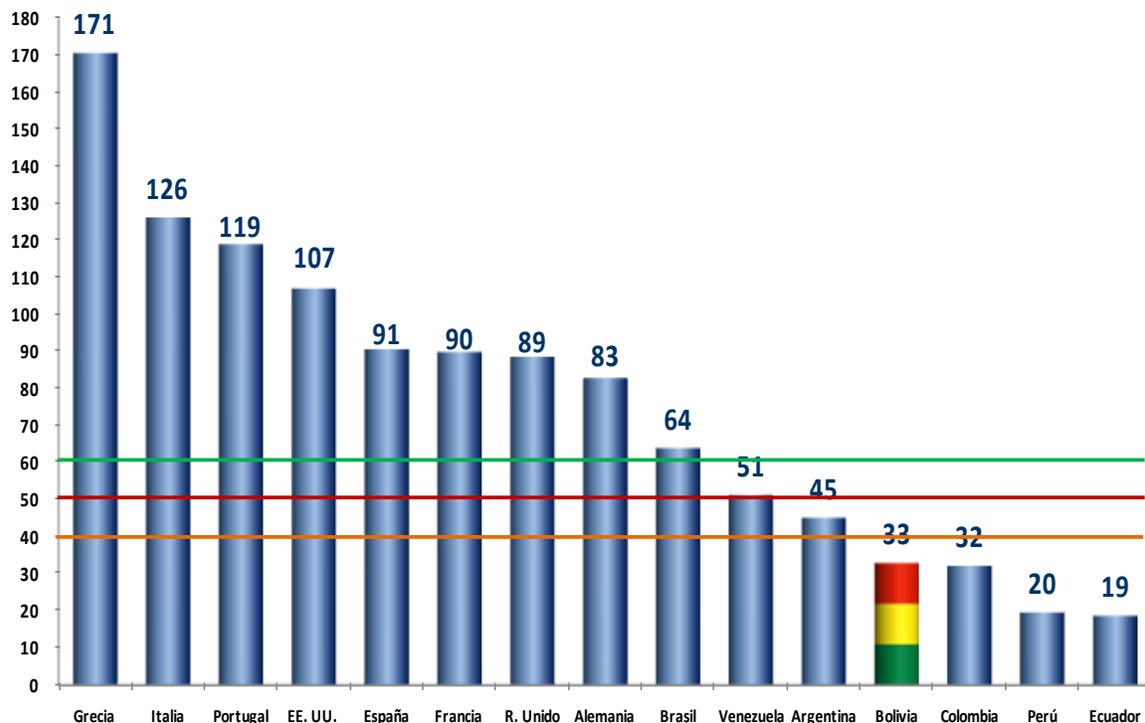
Ante un escenario de recesión económica, se tornó inevitable sufrir problemas con el déficit público debido a que la economía no es capaz de generar los recursos suficientes para atender sus obligaciones, ya sea debido a la reducción de los ingresos fiscales o al incremento del gasto producto de la recesión económica (desempleo especialmente).

La presencia de déficits fiscales tiene un impacto directo en el costo del financiamiento. Es decir que los continuos déficits fiscales elevan el costo del endeudamiento de los Estados, reflejando el riesgo de estas obligaciones. El nuevo endeudamiento, necesario para cubrir las obligaciones contraídas con anterioridad, es adquirido en condiciones mucho más costosas para las economías y en casos extremos el financiamiento no puede ser obtenido generándose situaciones de default, es decir incumplimiento de pagos de deuda pública.

Sin embargo, la región latinoamericana viene dando señales de madurez en el ámbito fiscal y en especial en lo referido a lo que es la gestión de la deuda pública, a través de la adopción de medidas prudentes en el manejo

macroeconómico y fiscal. En general, los países latinoamericanos presentan una relación de la deuda pública respecto al producto por debajo de los niveles prudenciales establecidos por Organismos Internacionales.

**Gráfico 1: Deuda Pública Respecto al PIB
(En porcentaje)**



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook. World Bank

Para Organismos Internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), precautelar la sostenibilidad de la deuda pública es uno de sus principales temas de investigación y análisis. Estos organismos conciben la gestión de la deuda pública como el establecimiento e implementación de una estrategia para la obtención del monto de financiamiento presupuestado, cumpliendo objetivos de riesgo y costo, y satisfacer cualquier otra meta de gestión de la deuda.

En este ámbito el FMI y BM han desarrollado lineamientos para la gestión de la deuda pública, los cuales fueron plasmados en el documento “Directrices para la Gestión de la Deuda Pública”.

En este documento se define que *en el contexto macroeconómico más amplio de la administración pública, los gobiernos deberán tratar de conseguir que tanto el nivel como la tasa de crecimiento de la deuda pública sean fundamentalmente sostenibles y pueda atenderse su servicio en muy diversas circunstancias, al tiempo que se satisfacen los objetivos de costo y riesgo.*

Asimismo, el FMI y el BM establecen que la gestión de la deuda pública no puede desarrollarse de manera aislada de otros ámbitos de la economía, más al contrario debe ser diseñada considerando otros aspectos de la política fiscal así como los lineamientos de política monetaria.

En ese sentido, el documento del FMI y BM resalta el hecho de que los gestores de la deuda pública deben compartir el interés de los asesores de la política fiscal y monetaria para que el endeudamiento del sector público se mantenga en una trayectoria sostenible y para que haya una estrategia creíble que reduzca los niveles excesivos de deuda.

Los gestores de la deuda, es decir la oficina de deuda pública, de cada país debe cerciorarse de que las autoridades fiscales son conscientes del impacto que la necesidad de financiamiento del gobierno y el nivel de endeudamiento producen en el costo de los empréstitos.

En este marco, los principales indicadores que miden la sostenibilidad de la deuda pública están orientados a relacionar el saldo de la deuda pública respecto al producto de una economía.

Problema

La gestión de la deuda pública es fundamental para el logro de la sostenibilidad de las finanzas públicas como condición para la estabilidad macroeconómica de una economía.

Dada la importancia de la gestión de la deuda pública orientada a lograr su sostenibilidad surge la necesidad de analizar la gestión de la deuda pública aplicada desde la gestión 2006, la cual ha permitido recomponer la estructura de la deuda pública interna reduciendo las vulnerabilidades vinculadas a los riesgos de refinanciamiento y tipo de cambio prevalecientes antes de 2006.

Por todo lo expuesto, se pueden establecer las preguntas de investigación:

¿Cuáles eran las características fundamentales de la gestión de deuda pública interna del TGN entre 2000 y 2005?

¿Cuál era la estructura de la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación en 2005?

¿Por qué era importante cambiar la gestión de la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación?

¿Cuáles fueron las características fundamentales de la gestión de deuda pública interna del TGN entre 2006 y 2012?

I.IV OBJETIVOS

Objetivo Principal

Analizar la gestión de la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación aplicada desde la gestión 2006.

Objetivos Secundarios

- a) Caracterizar la gestión de la deuda pública interna del TGN entre 2000 y 2005.
- b) Diagnosticar el estado de la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación a diciembre de 2005, considerando su estructura en cuanto a plazos y monedas.

- c) Determinar las características de la gestión de la deuda pública interna del TGN entre 2006 y 2012.
- d) Analizar las medidas de política de endeudamiento implementadas en el periodo 2006 -2012
- e) Analizar el estado de la deuda pública interna del TGN al 31 de diciembre de 2012.
- f) Plantear acciones a seguir en la gestión de la deuda pública del TGN.

I.V METODOLOGÍA

Para analizar la gestión de la deuda pública del TGN se utilizará el método inductivo, es decir, partiremos de un análisis particular de la gestión de la deuda pública para obtener premisas generales para la obtención de la estabilidad macroeconómica.².

El estudio parte de la ubicación de la gestión de la deuda pública en el ámbito de la política fiscal y se determina su importancia para el logro de la estabilidad macroeconómica. Este análisis nos permite precisar el análisis de la gestión de la deuda pública del TGN hasta antes de 2006, estableciendo sus principales características, para posteriormente pasar a la descripción y análisis de la nueva política de endeudamiento implementada desde 2006 y sus principales resultados, en el marco del objetivo mayor que es la estabilidad macroeconómica.

I.VI ALCANCES

El presente trabajo está limitado a la gestión de la deuda pública interna del TGN del actual Estado Plurinacional de Bolivia implementada entre 2006 y

² RODRIGUEZ Francisco, BARRIOS Irina, FUENTES María Teresa (1984) “Introducción a la Metodología de las Investigaciones Sociales” Editorial: Política, La Habana – Cuba.

2012, tomando como antecedente principal la gestión de deuda entre 2000 y 2005.

La información utilizada fue obtenida de la página web del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y diferentes documentos como la Memoria de la Economía Boliviana de cada año de análisis y el Boletín de Estadísticas de Deuda Pública del TGN.

CAPÍTULO II MARCO TEÓRICO

Desde el pensamiento de la escuela clásica se otorga un papel preponderante al sector privado como proveedor eficiente de bienes y servicios, limitando al mínimo la participación del Estado en la economía.

Sin embargo, las diferentes experiencias han demostrado que el sector privado tiene limitaciones para proveer ciertos bienes y servicios principalmente vinculados a necesidades sociales de la población en general como son la salud y educación, así como para responder a situaciones de crisis como las vividas en 1929 o la última crisis mundial que se vive desde el 2007

En este sentido, el Estado ha tomado mayor importancia en la economía en el intento de subsanar las limitaciones identificadas en el sector privado, dando paso a lo que conocemos en la actualidad dentro de la teoría económica como economías mixtas.

En este marco, las finanzas públicas, la hacienda pública o la economía del sector público, según Stiglitz³, puede ser definida como la rama del conocimiento económico que tiene por objeto de estudio las decisiones entre el sector público y el privado y dentro del propio sector público⁴.

Estas decisiones que analiza Stiglitz están vinculadas a responder qué, cómo y para quién se produce, además de los procesos mediante los cuales las autoridades fiscales de cada economía toman estas decisiones, principalmente vinculadas a la administración de los gastos e ingresos públicos.

En este sentido, las finanzas públicas comprenden las operaciones de las instituciones públicas orientadas a la captación de recursos, la utilización de

³ STIGLITZ Joseph (1997) “La Economía del Sector Público”, Editorial: Antoni Bosch 2da Edición

⁴ STIGLITZ Joseph (1997) “La Economía del Sector Público”, Editorial: Antoni Bosch 2da Edición

los mismos, así como la determinación de los déficits públicos y cómo deben ser financiados (deuda pública). Dentro de las operaciones de captación de recursos para el sector público se encuentran, entre otros instrumentos, el cobro de impuestos, las utilidades de las empresas públicas y la deuda pública; por el lado del destino de los recursos se tiene lo que es el gasto público, inversión pública, subsidios, transferencias, entre otros.

En este marco, el tema que hace al presente trabajo está vinculado a la deuda pública y su gestión considerando que en décadas pasadas los altos niveles de endeudamiento en muchas de las economías de la región tuvieron un impacto negativo en las cuentas fiscales y la estabilidad macroeconómica.

De lo señalado anteriormente emerge la importancia del análisis de la deuda pública y en especial de la gestión que se realiza en este ámbito, en un marco integral entre la política monetaria y fiscal orientada hacia la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En este sentido, podemos comenzar definiendo la deuda pública como las obligaciones que mantiene un Estado frente a los particulares u otros países; en un sentido amplio se constituye en una forma de obtener recursos financieros por parte del Estado o cualquier entidad pública materializada normalmente mediante emisiones de títulos valores o la suscripción de contratos de préstamo.

Por ejemplo, entidades internacionales como el FMI definen la deuda pública externa como: *el monto pendiente de reembolso en un determinado momento de los pasivos corrientes reales y no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos*⁵.

⁵ FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, (2003) “Estadísticas de la deuda externa: Guía para compiladores y usuarios”

La Conferencia de las Naciones Unidas Sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD por sus siglas en Inglés) por su parte define la deuda exterior bruta como *el monto, en un momento dado, de las obligaciones contractuales, desembolsadas e insolutas, de los residentes de un país, respecto de los no residentes, de reembolsar el principal con o sin intereses, o de pagar intereses con o sin el principal*⁶.

Bajo este marco y por analogía podemos definir la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación como el monto pendiente de pago, en un momento determinado, de los pasivos corrientes asumidos por el TGN con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos producto de la emisión de títulos valor o la suscripción de contratos de préstamo.

Por otro lado, según las **Directrices para la gestión de la deuda pública: Documento complementario**⁷ elaborado de manera conjunta entre el FMI y el BM, *la gestión de la deuda pública consiste en establecer e implementar una estrategia para la gestión de la deuda pública con el objeto de obtener el monto de financiamiento fijado, procurar objetivos de costo y riesgo y satisfacer cualquier otra meta de gestión de la deuda soberana que se haya propuesto el gobierno, por ejemplo, desarrollar y mantener un mercado eficiente para los títulos de deuda pública.*

En este sentido, la gestión de la deuda soberana comparte el interés de la política fiscal y monetaria para que el endeudamiento del sector público se mantenga en una trayectoria sostenible y para que haya una estrategia creíble que reduzca los niveles excesivos de deuda en caso de que existan.

⁶ UNCTAD “Gestión Eficaz de la Deuda”, UNCTAD/GID/DMS/15/Rev.1

⁷ FONDO MONETARIO INTERNACIONAL – BANCO MUNDIAL, (2002) “Directrices para la gestión de la deuda pública: Documento Complementario”.

El endeudamiento mal estructurado ya sea en términos de vencimiento, moneda o tasas de interés ha sido un factor importante que ha inducido o propagado las crisis económicas en muchos países a lo largo de la historia, como ocurrió en América Latina en la década de los ochenta y como es el caso en la actualidad de los países de la Comunidad Europea.

Por ejemplo, con independencia del régimen cambiario de una economía, o si la deuda está denominada en moneda nacional o extranjera, las crisis han surgido a menudo debido a que los gobiernos han hecho excesivo hincapié en una posible reducción de costos mediante empréstitos en gran escala a corto plazo o tasa de interés variable.

La consecuencia ha sido que el presupuesto público ha estado altamente expuesto a los avatares de los mercados financieros, trasladando todo el riesgo de un cambio en la capacidad crediticia del país, al momento de renovar la deuda.

La deuda en moneda extranjera también presenta riesgos específicos, y recurrir en exceso a este tipo de endeudamiento puede llevar a presiones monetarias o sobre el tipo de cambio si los inversores se muestran renuentes a refinanciar la deuda pública en moneda extranjera.

Reduciendo el riesgo de que la gestión de la cartera del propio gobierno se convierta en fuente de inestabilidad para el sector privado, la gestión prudente de la deuda pública, puede conseguir que los países sean menos vulnerables al contagio y el riesgo financiero.

La cartera de instrumentos de deuda que gestiona un gobierno suele ser la mayor cartera financiera de un país. En muchos casos su estructura financiera

es complicada y arriesgada, y puede generar considerables riesgos para el balance del gobierno y para la estabilidad financiera del país.

La estructura adecuada de la deuda ayuda al gobierno a reducir su exposición a los riesgos de tasa de interés, moneda y otros riesgos. Muchos gobiernos procuran dar respaldo a esa estructura estableciendo, cuando ello es factible, puntos de referencia en la cartera para la composición deseada de moneda, la duración y la estructura de los plazos de vencimiento de la deuda, y así orientar la composición futura de la cartera.

Varias crisis del mercado de instrumentos de deuda han puesto de manifiesto la importancia de aplicar prácticas de gestión de la deuda adecuadas, así como la necesidad de un mercado de capital eficiente y sólido. Aunque la aplicación de medidas desacertadas de gestión de la deuda pública puede no haber sido la única, o quizá ni siquiera la principal causa de esas crisis, la estructura de los vencimientos y la composición de tasas de interés y monedas de la cartera de la deuda pública, junto con importantes obligaciones por pasivos contingentes, determinaron en muchos casos el agravamiento de la crisis. Incluso en los casos en que las condiciones macroeconómicas son las acertadas, la gestión arriesgada de la deuda expone a la economía a perturbaciones financieras y económicas.

A veces, el riesgo puede obviarse fácilmente mediante medidas relativamente sencillas, como ampliación de los vencimientos de la deuda y pago del consiguiente encarecimiento del servicio de la deuda (suponiendo una curva de rentabilidad de pendiente ascendente), reajuste del volumen, los plazos de vencimiento o la composición de las reservas de divisas y revisión de los criterios y las modalidades administrativas sobre pasivos contingentes.

Las estructuras arriesgadas de endeudamiento obedecen con frecuencia a la aplicación de medidas económicas inapropiadas, de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria. La gestión adecuada de la deuda no es una panacea, ni dispensa que la gestión en el terreno fiscal y monetario deba ser la correcta.

Si el contexto de política macroeconómica es insatisfactorio, no basta para prevenir una crisis, con realizar una gestión adecuada de la deuda soberana. Las medidas apropiadas de gestión de la deuda reducen la susceptibilidad al contagio y al riesgo financiero, pues cumplen una función catalizadora conducente a un mayor desarrollo del mercado financiero y al fomento de la actividad financiera. La experiencia reciente respalda el argumento de que, por ejemplo, los mercados de deuda interna pueden sustituir a los bancos como fuente de financiamiento (y viceversa) cuando esta última se agota, lo que ayuda a las economías a capear las perturbaciones financieras.

En este marco se pueden identificar dos principales riesgos dentro de la gestión de deuda pública que se enmarcan en el presente trabajo: el riesgo de refinanciamiento y el riesgo cambiario. El riesgo de refinanciamiento está dado por la posibilidad de refinanciar los vencimientos de deuda a costos elevados o en el caso extremo que éstos no puedan ser renovados. Y el riesgo cambiario está definido como el fenómeno que implica el que un agente económico coloque parte de su deuda en una moneda, o instrumento financiero denominado en moneda diferente de la cual utiliza este agente como base para sus operaciones cotidianas.

Sin embargo, de manera complementaria es también necesario observar la consideración del análisis integral de los riesgos en la gestión de la deuda:⁸

⁸ FONDO MONETARIO INTERNACIONAL – BANCO MUNDIAL, (2001) “Directrices para la gestión de la deuda pública”.

- a) **Riesgo de mercado:** Es el vinculado con la variación de los precios de mercado; por ejemplo las tasas de interés, los tipos de cambio, los precios de los productos básicos, etc. Tanto se trate de deuda en moneda nacional como en moneda extranjera, la variación de las tasas de interés afecta al costo del servicio de la deuda de las nuevas emisiones cuando se refinancian deudas con tasas de interés fijas, y de las deudas con tasas de interés flotantes en las fechas de modificación de las tasas. Por lo tanto, la deuda de corta duración (a corto plazo o de tasa de interés flotante), generalmente se considera de mayor riesgo que la deuda a largo plazo con tasa de interés fija. (Una excesiva concentración de deudas a muy largo plazo con tasas de interés fijas también puede ser riesgosa, ya que no se conocen con certeza las futuras necesidades de financiamiento). Una deuda denominada o indizada en moneda extranjera agrava también la inestabilidad del costo en moneda nacional del servicio de la deuda, debido a la variación del tipo de cambio. Los bonos que incluyen opciones de venta pueden exacerbar los riesgos de mercado.
- b) **Riesgo de renovación (refinanciamiento):** Es el riesgo a que da lugar el hecho de que la deuda deba renovarse a un costo inusualmente alto o, en casos extremos, que no pueda renovarse. En la medida en que el riesgo de renovación se limite a la posibilidad de que la deuda deba renovarse a tasas de interés más altas, incluida la variación de los diferenciales crediticios, puede ser considerada como un tipo de riesgo de mercado. No obstante, como la imposibilidad de efectuar la renovación de la deuda, un incremento excepcionalmente grande del costo del financiamiento público, o ambas cosas, pueden provocar o exacerbar una crisis de la deuda, con las consiguientes pérdidas económicas reales que se agregan a los efectos puramente financieros del aumento de las tasas de interés, este tema frecuentemente se trata

por separado. La gestión de este riesgo reviste especial importancia para los países con mercados emergentes.

- c) Riesgo de liquidez: Hay dos tipos de riesgos de liquidez, uno es el referente al costo o pena al que se exponen los inversionistas que tratan de abandonar una posición cuando el número de agentes de transacciones se ha reducido pronunciadamente o cuando determinado mercado no es suficientemente activo. Este riesgo es especialmente importante en los casos en que la gestión de la deuda comprende la gestión de activos líquidos o la utilización de contratos de instrumentos derivados. La otra modalidad de riesgo de liquidez, relativa al prestatario, se refiere a la situación en que el volumen de activos líquidos puede reducirse rápidamente frente a obligaciones de flujo de efectivo imprevistas, posibles dificultades para la obtención de efectivo a través de empréstitos en un período breve, o ambas cosas.
- d) Riesgo crediticio: Es el riesgo de incumplimiento, por parte de los prestatarios, de préstamos u obligaciones correspondientes a otros activos financieros, o de incumplimiento de contratos financieros por una contraparte. Es especialmente importante en los casos en que la gestión de la deuda comprende la gestión de activos líquidos. También puede ser importante en relación con la aceptación de ofertas en licitaciones de valores emitidos por el sector público y con pasivos contingentes, y en contratos de instrumentos derivados celebrados por el órgano responsable de la gestión de la deuda.
- e) Riesgo de liquidación: Consiste en la pérdida que puede experimentar el sector público por el hecho de que la contraparte no efectúe la liquidación, por la razón que fuere, salvo incumplimiento.
- f) Riesgo operativo : Esta expresión comprende una gama de diferentes tipos de riesgos, incluidos errores de transacción en diversas etapas de la ejecución y el registro de transacciones; imperfecciones o fallas de controles internos o de sistemas y servicios; riesgo de reputación;

riesgo legal; incumplimiento de garantías, o desastres naturales que afecten a la actividad de las empresas.

A partir del análisis integral de los riesgos se elabora y establece un marco que permita a los responsables de la gestión de la deuda identificar y llegar a una solución de compromiso entre el costo y el riesgo previstos de la cartera de instrumentos de deuda pública. Habitualmente los encargados de la gestión de la deuda soberana manejan varios tipos de riesgos, que se resumen en el párrafo precedente. 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 de compromiso entre costo y riesgo.

Normalmente, ese órgano se encarga también, previa aprobación gubernamental, de ejecutar las políticas de gestión de la cartera y de los riesgos. Para cumplir esos cometidos debe tener acceso a diversas proyecciones financieras y macroeconómicas. Además debe tener acceso a la contabilidad oficial del activo y el pasivo, en valores de caja o devengados, cuando se dispone de esos datos. También necesita información completa sobre el programa de futuros pagos de cupones y de principal, y sobre otras características de las obligaciones de la deuda pública.

Para evaluar el riesgo, los responsables de la gestión de la deuda deberían efectuar regularmente pruebas de stress de la cartera de la deuda, basadas en las perturbaciones económicas y financieras a las que el sector público —y en forma más general el país— pueda estar expuesto. Esta evaluación suele realizarse mediante modelos financieros: desde modelos simples basados en escenarios hasta modelos más complejos, en que se utilizan técnicas estadísticas y de simulación sumamente avanzadas.

A los efectos de realizar esas evaluaciones los responsables de la gestión de la deuda deben tener en cuenta el riesgo de que el Gobierno no logre renovar su deuda y se vea obligado a incurrir en incumplimiento, lo que supone costos cuyos efectos no recaen tan sólo sobre el presupuesto público. También deben tener en cuenta la interrelación entre la situación financiera del sector público y la de los sectores financiero y no financiero en épocas de tensiones, a fin de que las actividades de gestión de la deuda del sector público no exacerben los riesgos que afectan al sector privado (Naturalmente, los gobiernos deben, además, adoptar medidas correctivas, tales como eliminar los sesgos de política económica que pueden inducir al sector público a asumir riesgos excesivos).

En general, los modelos utilizados deben permitir a los responsables de la gestión de la deuda pública efectuar los siguientes tipos de análisis de riesgos:

- Elaborar proyecciones de los costos futuros del servicio de la deuda en un horizonte de mediano a largo plazo, tomando como base supuestos referentes a factores que influyan sobre la capacidad de atención del servicio de la deuda; por ejemplo los siguientes: nuevas necesidades de financiamiento; perfil de plazos de vencimiento del saldo de la deuda; características, en cuanto a tasas de interés y monedas, de la nueva deuda; proyecciones referentes a tasas de interés y tipos de cambio futuros, y evolución de variables no financieras pertinentes (por ejemplo, en el caso de algunos países, precios de los productos básicos).
- Generar un “perfil de la deuda” consistente en indicadores clave de riesgo de la cartera de la deuda —existente y prevista— a lo largo del horizonte de las proyecciones. Un perfil típico incluirá indicadores tales como la relación entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo, relación entre deuda en moneda extranjera y deuda en moneda nacional, composición

de monedas de la deuda en moneda extranjera, plazo de vencimiento medio de la deuda y perfil de las deudas que van haciéndose exigibles.

- Calcular el costo previsto de la deuda en términos pertinentes para los objetivos del Gobierno, por ejemplo, en relación con el impacto de la deuda sobre el presupuesto público.
- Calcular el riesgo real del futuro costo del servicio de la deuda, resumiendo los resultados de pruebas de tensión elaboradas sobre la base de las perturbaciones económicas y financieras a las que puedan verse expuestos el Gobierno, y en forma más general, el país. Habitualmente los riesgos se miden como incremento potencial del costo del servicio de la deuda en los escenarios de riesgos, en relación con el costo previsto.
- Resumir los costos y riesgos de estrategias alternativas de gestión de la cartera de instrumentos de deuda pública, como base para la adopción de decisiones informadas sobre futuras alternativas de financiamiento.

En los mercados financieros adecuadamente desarrollados, los encargados de la Gestión de la deuda habitualmente aplican alguno de los dos procedimientos siguientes:

- Determinan periódicamente una estructura de la deuda conveniente a fin de orientar las emisiones de nuevos instrumentos de deuda para el período subsiguiente, o
- Establecen puntos de referencia estratégicos que orienten la gestión diaria de la cartera de deuda del sector público. Por lo general esos puntos de referencia se expresan como objetivos numéricos de indicadores clave de riesgos de la cartera, como la relación entre deuda

a corto plazo y deuda a largo plazo o entre deuda en moneda extranjera y deuda en moneda nacional.

La distinción esencial entre esos dos métodos se refiere a la medida en que los encargados de la gestión de la deuda operan regularmente en los mercados financieros para alcanzar el “punto de referencia”. No obstante, esos enfoques pueden no ser tan pertinentes para los países con mercados financieros menos desarrollados, por ejemplo porque sea imposible emitir valores a menor plazo en la esfera interna. A muchos países con economías emergentes les ha resultado útil establecer directrices referentes a las nuevas emisiones de deuda basadas en los plazos de vencimiento, la estructura de tasas de interés y la composición de monedas que se desea lograr. Para establecer esas directrices suele tenerse en cuenta la estrategia de desarrollo del mercado de deuda interna que aplica el Gobierno.

Con respecto a los gobiernos que reajustan con frecuencia el saldo de su deuda, los puntos de referencia estratégicos pueden ser instrumentos de gestión muy útiles, ya que representan la estructura de la cartera que el Gobierno aspira lograr en función de sus preferencias con respecto al costo y al riesgo previsto. Por lo tanto pueden orientar a los administradores de la deuda soberana a los efectos de la adopción de decisiones sobre gestión de la cartera y gestión de riesgos; por ejemplo disponiendo que a través de decisiones sobre gestión de la deuda la cartera real se asemeje en mayor medida a la cartera estratégica de referencia.

No obstante, los responsables de la gestión de la deuda deben tener en cuenta los costos de transacción vinculados con una continua modificación del equilibrio de la cartera de deuda destinada a hacerla coincidir con el punto de referencia, así como los costos relacionados con una modificación en gran escala de la estructura de la cartera a lo largo de un período breve. Por lo

tanto, la práctica común consiste en expresar las características del marco de referencia como gama de composición de monedas, duración de la tasa de interés y nivel de refinanciamiento.

Esos administradores se esfuerzan por lograr que el diseño de sus puntos de referencia estratégicos cuente con el respaldo de un marco de gestión de riesgos en que los mismos estén adecuadamente especificados y administrados; y en que el riesgo global de sus carteras de deuda esté comprendido dentro de márgenes de tolerancia aceptables.

Cuando los mercados están adecuadamente desarrollados, los responsables de la gestión de la deuda deben tratar de lograr que la estructura de la deuda deseada o el marco de referencia estratégico sean claros y compatibles con los objetivos de la gestión de la deuda, y que se den a conocer y expliquen públicamente.

CAPÍTULO III MARCO PRÁCTICO

En este capítulo se pasa a describir la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación entre 2000 y 2005 para posteriormente pasar a analizar la gestión de la deuda pública interna en los últimos siete años y sus principales resultados.

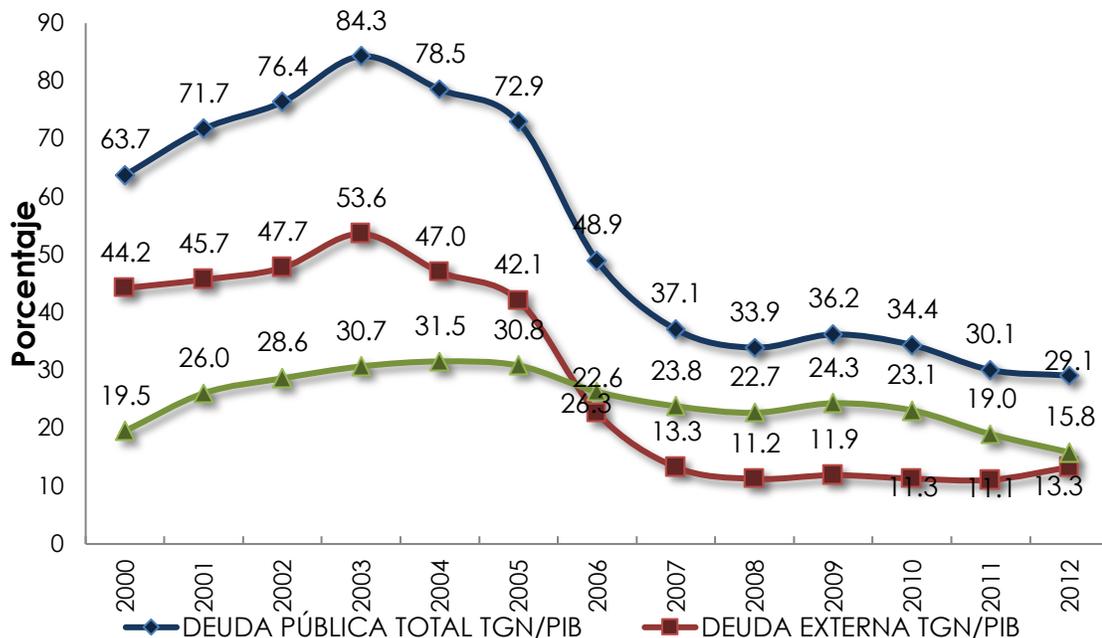
En el periodo 2000 – 2005, el principal indicador de solvencia representado por el ratio deuda pública respecto al Producto Interno Bruto (PIB) tuvo una tendencia creciente alcanzando el nivel máximo de 84.3% en el año 2003. Como resultado de esta preocupante situación el país se benefició de programas de alivio de deuda externa, los cuales permitieron reducir de manera considerable este ratio hasta llegar en el 2007 a 37.1%.

A pesar de que Bolivia no se benefició de más programas de alivio de deuda el ratio deuda/PIB continuó disminuyendo hasta alcanzar su nivel más bajo en el año 2012, con tan solo el 29.1%, producto de la gestión prudente de la deuda pública.

En el caso de la deuda pública interna, el ratio se incrementó de manera sostenida entre 2000 y 2005. A partir del año 2006 comienza a estabilizarse para iniciar una tendencia a la baja a partir de la gestión 2010.

Como se podrá ver con un poco más detalle más adelante, la deuda pública interna del TGN mantenía una tendencia creciente debido a que se priorizaba la contratación de deuda de corto plazo. A este riesgo de refinanciamiento hay que añadir el hecho de que la nueva deuda era contratada a altas tasas de interés, en moneda extranjera o indexada a la inflación, aspectos que hacían más pesada la carga del servicio de la deuda pública para el TGN.

**Gráfico 2: Ratio Deuda Pública del TGN / PIB 2000-2012
(En Porcentaje)**



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

El comportamiento del ratio de la deuda pública interna del TGN respecto al PIB tiene su principal explicación en la estructura del saldo de la deuda, en ese sentido, paso a describir el comportamiento del saldo de la deuda pública interna del TGN en el periodo de análisis y su estructura en cuanto a plazo y moneda.

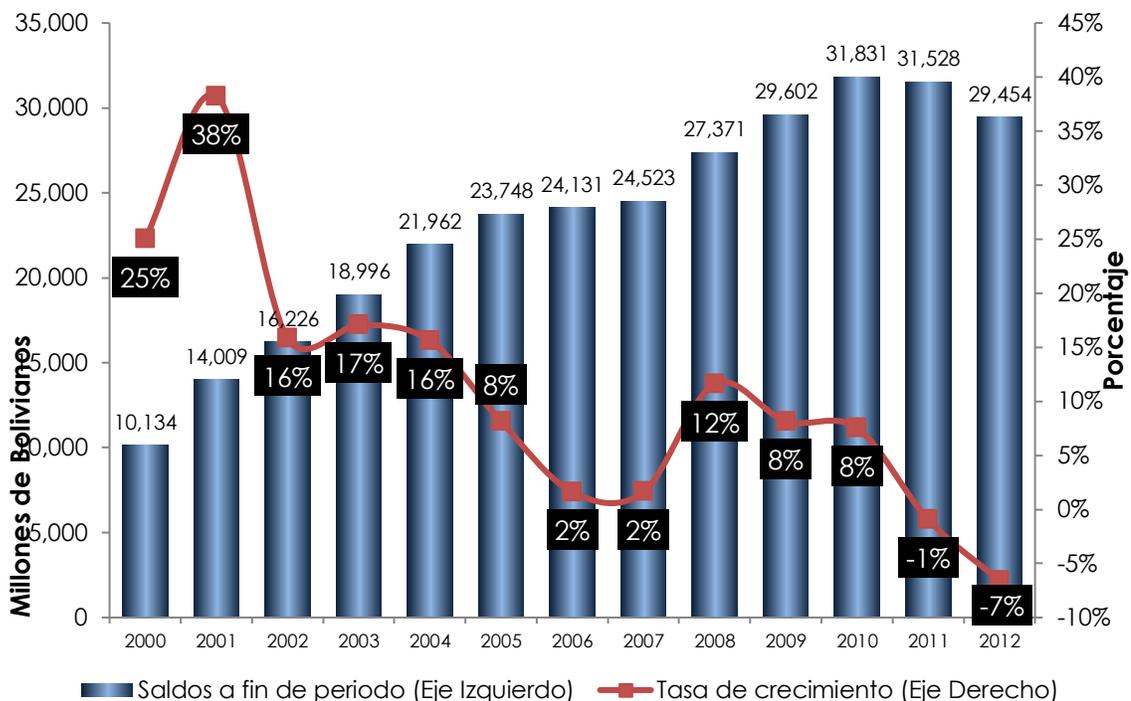
III.I GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL TGN ENTRE 2000-2012

El saldo de la deuda pública interna del TGN ha tenido un claro comportamiento ascendente entre 2000 y 2005, pasando de Bs10.134 millones a Bs23.748, es decir se incrementó en aproximadamente Bs13.500 millones equivalente a un crecimiento de alrededor de 134%, en tan solo 6 años.

Entre 2006 y 2007, el saldo de la deuda interna tiende a estabilizarse alrededor de Bs24.000 millones, para posteriormente incrementarse entre 2008 y 2010 hasta alcanzar un monto de Bs31.831 millones. A partir de 2011 se inicia un proceso de reducción de la deuda interna hasta alcanzar un monto de Bs.29.454 millones en 2012.

En otras palabras, entre 2006 y 2012 el saldo de la deuda pública interna se incrementó en aproximadamente Bs5.700 millones equivalente a un crecimiento de 24%.

Gráfico 3: Saldo de la Deuda Pública Interna del TGN y Tasa de Crecimiento 2000-2012 (En Millones de Bs y %)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Por lo expuesto se puede inferir rápidamente que en los últimos seis años el saldo de la deuda pública interna del TGN, en términos nominales, ha crecido

menos de la mitad respecto al crecimiento que tuvo entre 2000 y 2005 además de haber presentado emisiones netas negativas en los dos últimos años.

En el periodo 2000 – 2005 se tuvieron tasas de crecimiento superiores al 16%, alcanzando su nivel máximo en el 2001 con un 38%. El promedio de la tasa de crecimiento se situó alrededor del 20%, el cual acompañado por un crecimiento económico débil representaba un importante riesgo para la gestión de las finanzas públicas.

A partir del 2006, la tasa de crecimiento del saldo de la deuda interna tuvo su punto máximo en el 2008 con un 12%, explicado principalmente por las necesidades originadas por fenómenos climáticos como los fenómenos de El Niño y La Niña. Entre 2006 y 2012 se tuvo una tasa de crecimiento promedio de 3%, muy inferior a la registrada en el periodo anterior.

Una característica muy particular en el periodo 2006 - 2012 es que en los dos últimos años se registraron tasas de crecimiento negativas del saldo de la deuda interna, 1% y 7% respectivamente equivalentes a más de Bs2.000 millones, es decir que los saldos de deuda interna se redujeron producto de que las amortizaciones fueron superiores a las contrataciones y/o emisiones de deuda, reduciendo de esta manera el peso de la deuda para las finanzas públicas.

III.II SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL TGN

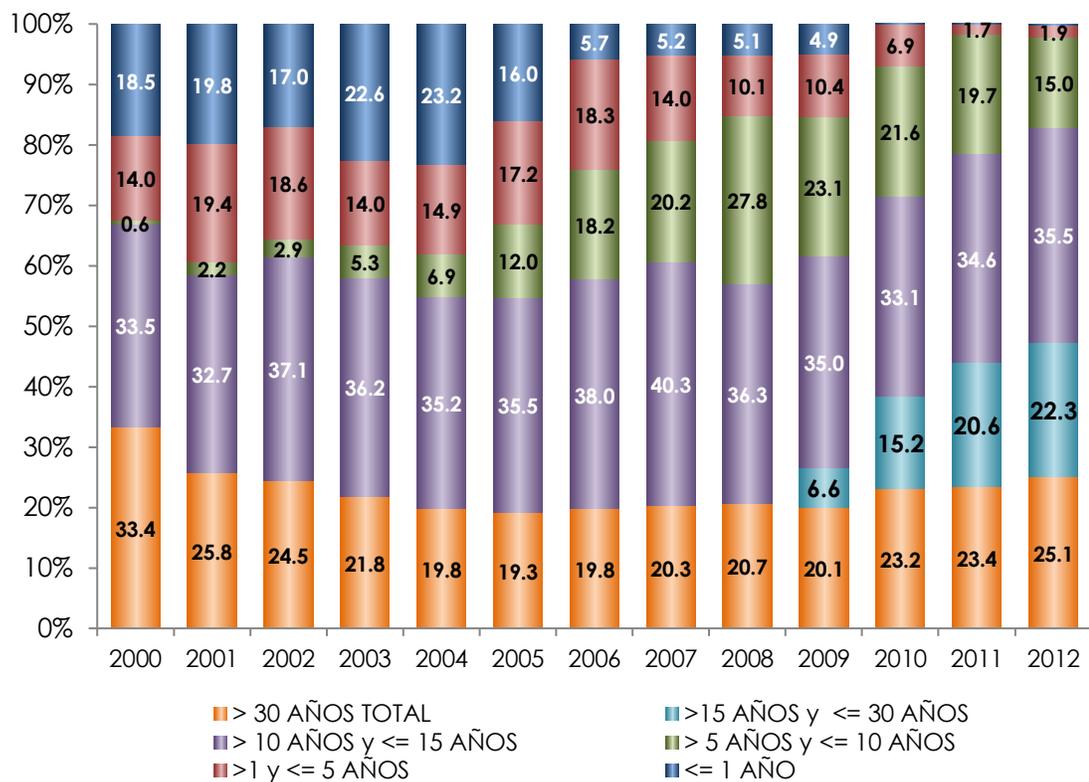
Composición por plazo

Entre 2000 y 2005 la deuda de corto plazo, es decir la deuda que tiene un vencimiento menor a un año, representaba en promedio el 20% del saldo de la deuda interna del TGN. Asimismo, el saldo de deuda interna con plazos entre 1 y 5 años alcanzó en promedio a 16%. Es decir que el 36% de la deuda interna, tenía que ser refinanciada en los próximos cinco años, incrementando de esta manera el riesgo de refinanciamiento y generando las condiciones

para que los acreedores perciban mayor riesgo y exijan mayores tasas de interés.

Se puede apreciar que el saldo de deuda interna de corto plazo se mantiene estable entre 2000 y 2005, esto significa que el sector público presentaba grandes necesidades de financiamiento, las cuales eran cubiertas con deuda interna de corto plazo principalmente y esta a su vez era pagada con el mismo tipo de deuda provocando un efecto de bola de nieve que cada vez se hacía más grande e incontrolable. En el punto relativo a la emisión de deuda podremos profundizar este aspecto.

Gráfico 4: Saldo de la Deuda Pública Interna del TGN por Plazo de Vencimiento 2000-2012 (En %)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Por ejemplo, al 31 de diciembre de 2005 se tenía una deuda de corto plazo de aproximadamente el 16% del total, equivalente a aproximadamente Bs3.800

millones. Esto significa que la administración del actual presidente Evo Morales asumió en el 2006 una carga financiera de casi 500 millones de dólares⁹ y que debía ser cubierta en los primeros meses de su gestión.

Entre 2006 y 2012 se tuvo un manejo de pasivos agresivo que permitió recomponer la estructura de plazos de la deuda interna del TGN cambiando deuda de corto plazo por deuda de largo plazo, reduciendo de esta manera las vulnerabilidades que se tenían vinculadas al riesgo de refinanciamiento, es decir que el TGN no pueda captar los recursos necesarios o lo logre en condiciones poco ventajosas para atender las obligaciones ya asumidas.

En este ámbito se puede apreciar claramente que desde la gestión 2006 la deuda de corto plazo se ha reducido sustancialmente hasta que en el 2012 tiene una participación marginal y ya no representa ningún riesgo para las finanzas públicas. Del mismo modo, la deuda con plazos de hasta 5 años se ha reducido de manera sostenida quedando a 2012 un pequeño saldo de 1.9% equivalente a Bs573 millones.

Un dato que muestra la ampliación de plazos es la participación entre 15 y 30 años dentro del saldo de la deuda interna del TGN. Mientras en el periodo 2000 – 2005 no existía deuda con plazos de hasta 30 años, a partir de la gestión 2009 se introduce este nuevo instrumento en el mercado financiero nacional alcanzando a 2012 el 22%, equivalente a Bs6.500 millones.

Esta descripción de los datos demuestra claramente una adecuada gestión de la deuda pública interna del TGN implementada desde la gestión 2006, que ha permitido llevar adelante la administración de pasivos obteniendo resultados más que positivos para las finanzas públicas ya que se ha logrado pagar deuda de corto plazo con deuda de largo plazo, disminuyendo la carga financiera para el TGN.

⁹ Considerando el tipo de cambio de Bs6.96 por dólar

Antes de pasar al siguiente punto, es necesario mencionar una característica principal de este proceso de reconstrucción de la deuda interna a través de la administración de pasivos, es que esto se logró a través de la utilización de instrumentos de mercado.

Es decir, la deuda interna del TGN a largo plazo fue emitida a través de subastas públicas, por ejemplo el TGN emitió por primera vez un título a 30 años en la gestión 2009 y en la gestión 2013 logró colocar un bono a 50 años, profundizando de esta manera el mercado nacional. En este proceso no se utilizaron las famosas emisiones directas hacia las Administradoras de Fondos de Pensiones y los créditos de liquidez del Banco Central de Bolivia, los cuales fueron ampliamente utilizados en el periodo antes de 2006.

Composición por monedas

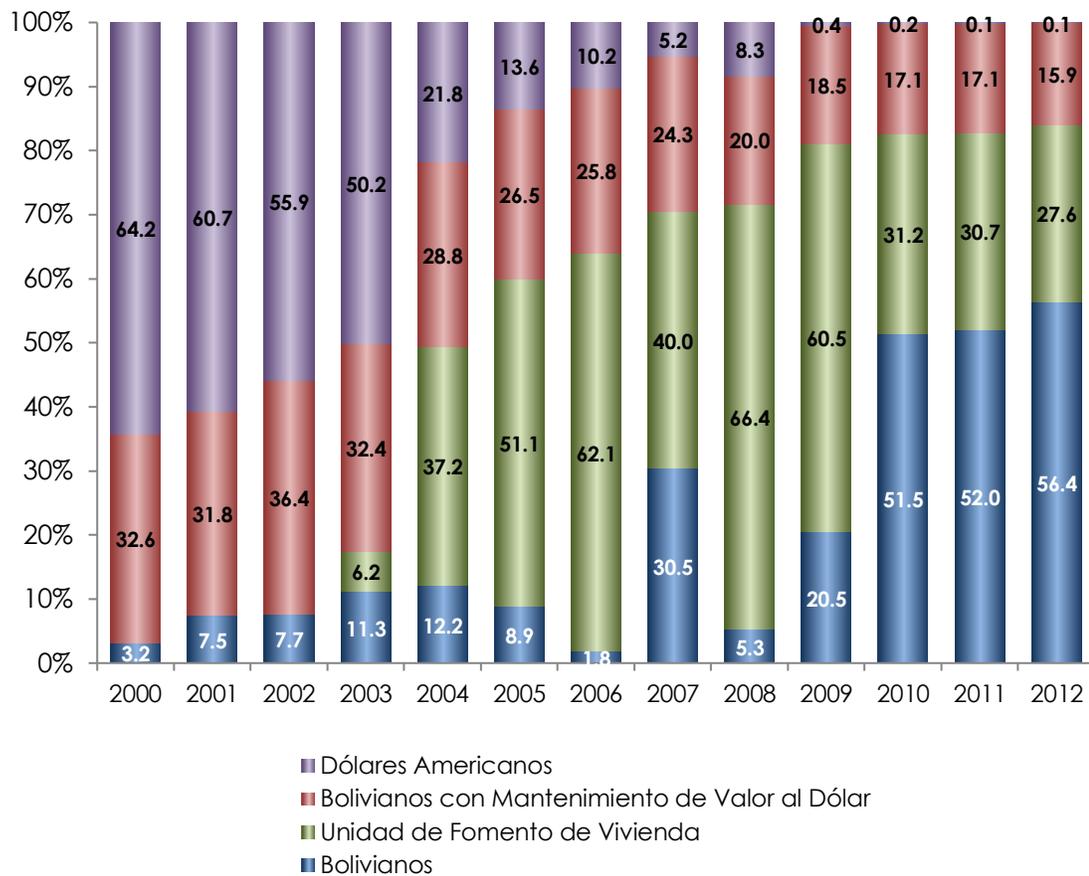
Entre 2000 y 2005 la deuda interna estaba principalmente compuesta por deuda denominada en dólares o indexada a dicha moneda. En este periodo se mantuvo un saldo promedio en dólares de aproximadamente el 44%, equivalente a Bs6.927 millones, alcanzando su nivel más alto el 2003, más de Bs9.500 millones de deuda interna denominada en moneda extranjera, es decir el 50% del total de la deuda interna.

Asimismo, la deuda indexada al dólar estadounidense tuvo gran importancia en el periodo 2000 – 2005, representando en promedio el 31% del saldo de la deuda interna del TGN, equivalente a aproximadamente Bs5.400 millones. El nivel de deuda con mantenimiento de valor respecto al dólar alcanzó sus puntos máximos en el año 2004 alcanzando más de Bs6.400 millones; y en el año 2002 alcanzando el 32% del saldo de la deuda interna del TGN.

En otras palabras, en el periodo 2000 – 2005 aproximadamente el 75% del saldo de la deuda interna del TGN estaba denominada en dólares o con mantenimiento de valor respecto a esa moneda, representando una alto riesgo

cambiarlo para las finanzas públicas ya que cualquier movimiento alcista en el tipo de cambio representaba una alta carga financiera para el TGN, encontrándonos nuevamente con un efecto bola de nieve que se hacía insostenible considerando el comportamiento del tipo de cambio tendiente a la depreciación de la moneda nacional vigente en ese periodo.

Gráfico 5: Saldo de la Deuda Pública Interna del TGN por Monedas 2000-2012 (En Porcentaje)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Otro dato importante a tomar en cuenta es que a partir del año 2003 se introduce deuda interna indexada a la inflación, denominada en Unidades de Fomento de Vivienda.

En el 2004 pasó a representar cerca del 37% del total de la deuda interna, aproximadamente Bs8.170 millones, de solamente el 6.2% el año anterior (Bs1.178 millones); y en la gestión 2005 pasó a representar más de la mitad de la deuda interna del TGN alcanzando el 51% (Bs12.127 millones). Este incremento acelerado se explica principalmente por las emisiones directas realizadas a las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Esta composición de deuda por monedas comienza a cambiar desde la gestión 2006 ya que la deuda denominada en dólares estadounidenses o indexada a esta moneda comienza a disminuir en su participación dentro del saldo total de deuda interna del TGN. Esta disminución está explicada por el inicio del proceso de bolivianización de la cartera de deuda del TGN.

A partir de 2006 se deja de utilizar de manera exagerada los instrumentos de deuda denominados en dólares o indexados a este y se comienzan a introducir, a través del mercado financiero nacional, títulos denominados en Unidades de Fomento de Vivienda y bolivianos principalmente.

El saldo de deuda denominada en dólares o indexado a esta moneda se ha reducido de manera sostenida desde la gestión 2006, alcanzando en 2012 una participación marginal de 0.06% y 16% respectivamente.

Del mismo modo, a pesar de que se utilizaron instrumentos de deuda indexados a la inflación entre el 2006 y 2008, a partir de la gestión 2009 el peso relativo de este instrumento se ha venido reduciendo de 66% en el 2008 a solamente el 27% en la gestión 2012.

Esta reducción sostenida de la deuda indexada a la inflación está explicada principalmente por la utilización de instrumentos denominados en moneda nacional a través del mercado financiero local.

En el 2012, el 56% del saldo de la deuda interna del TGN está en moneda nacional, el 27% en Unidades de Fomento de Vivienda y el 16% con mantenimiento de valor respecto al dólar, demostrando claramente la recomposición de la cartera de deuda y la reducción de las vulnerabilidades heredadas por la actual administración.

III.III EMISIÓN NETA DE DEUDA PÚBLICA DEL TGN

En la administración de la deuda pública un concepto bastante conocido es la emisión neta, definida como la diferencia entre las nuevas emisiones de deuda (bonos y contratos de préstamo) y el servicio de deuda por concepto de capital.

**Cuadro 1: Emisión Bruta y Emisión Neta de Deuda Pública Interna del TGN 2000-2012
(En millones de Bs)**

Detalle	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Servicio de Capital	2.386,6	1.596,2	2.468,8	3.320,8	4.669,8	5.636,5	3.767,8	2.290,7	1.104,0	2.623,2	1.031,0	2.904,4	2.781,1
Emisión Bruta de deuda	3.810,0	4.787,4	3.387,9	5.371,1	7.013,7	6.963,5	3.647,4	2.054,2	2.298,9	3.982,6	3.112,0	1.718,9	292,7
Emisión neta	1.423,5	3.191,2	919,1	2.050,3	2.343,9	1.327,0	-120,4	-236,5	1.194,9	1.359,4	2.081,0	-1.185,5	-2.488,4

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

El periodo 2000 – 2005 estuvo caracterizado por una creciente emisión de deuda interna alcanzando el nivel más alto en el 2004 con Bs7.014 millones, es decir más del 30% del saldo de la deuda interna del TGN de ese año y equivalente al 10% del Producto Interno Bruto de Bolivia en ese mismo año.

Por otro lado, el servicio de la deuda interna por concepto de capital tuvo un comportamiento ascendente en el mismo periodo, alcanzando su nivel más alto en el 2005 con Bs5.636 millones.

En ambos casos la explicación parte de la permanente contratación de créditos de liquidez al Banco Central de Bolivia, lo cual se refleja de manera directa en los altos niveles de emisión y servicio de la deuda pública interna del TGN que se presentan en el periodo 2000 - 2005.

Como resultado del comportamiento descrito anteriormente, la emisión neta fue positiva y con un crecimiento sostenido en el periodo 2000 – 2005, ratificando de esta manera el comportamiento explosivo que tenía la deuda interna en este periodo e incrementando las vulnerabilidades de la deuda pública, vinculadas principalmente al riesgo de refinanciamiento y al riesgo cambiario como se mencionó anteriormente.

Por otra parte, y producto de la gestión de la deuda pública interna implantada desde 2006, a partir de la segunda mitad de la década del 2000, la emisión bruta de deuda pública interna comienza un proceso de caída en sus niveles, llegando en el 2012 a emitir solamente Bs293 millones, es decir el 17% del total emitido en la gestión 2011 y solamente el 4% de lo que se emitió en la gestión 2004, que recordemos es el nivel más alto en el periodo analizado. Entre el 2006 y el 2012 el nivel máximo de emisión bruta alcanzó los Bs3.900 millones, lo que representa el 56% del nivel más alto emitido (2004).

En el caso del servicio de capital se puede apreciar una disminución considerable a partir de 2006. Mientras entre 2000 y 2005 el promedio anual del servicio de deuda fue de Bs3.350 millones; en los siguientes siete años este promedio se redujo a solamente Bs2.360 millones. Esta reducción está explicada principalmente por la no contratación de más créditos de liquidez con el Banco Central de Bolivia.

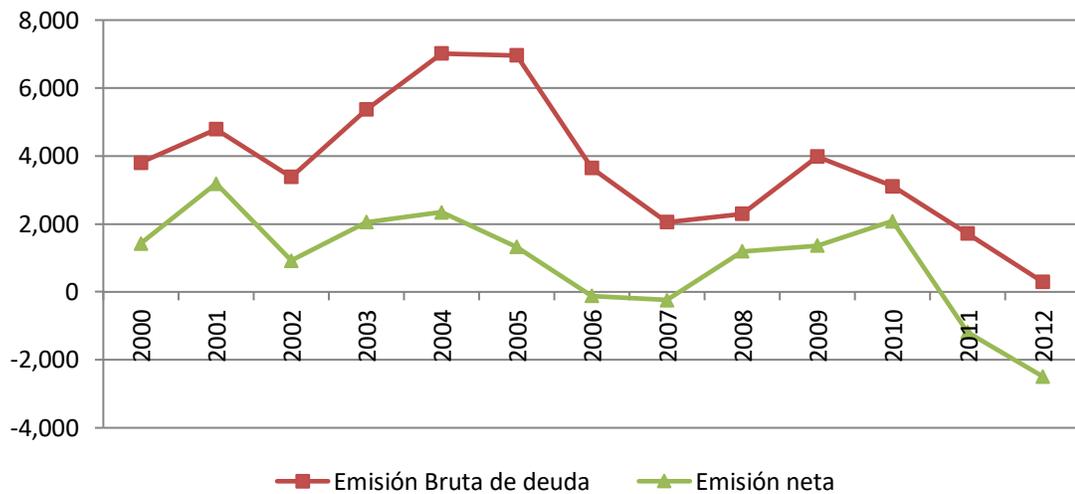
En el caso de la emisión neta tenemos un comportamiento diferente entre el 2006 y 2012. Los dos primeros años se presentan niveles negativos para posteriormente alcanzar un máximo de Bs2.081 millones en el 2010 y entre el 2011 y 2012 se presenta una fuerte caída acumulada de más de Bs3.600 millones.

En síntesis tenemos que, entre el 2000 y 2005 se tuvieron niveles de emisión bruta acumulados de más de Bs31.000 millones; servicio de capital acumulado de alrededor de Bs20.000 millones y por lo tanto una emisión neta de

aproximadamente Bs11.250 millones. Por otro lado, en los siguientes siete años se tuvieron niveles de emisión bruta acumulados de más de Bs17.100 millones; servicio de capital acumulado de alrededor de Bs16.500 millones y por lo tanto una emisión neta solamente Bs604 millones.

Esto quiere decir que en este segundo periodo el endeudamiento bruto del TGN solamente representó el 54% del monto total contrato en los cinco años anteriores. Asimismo, en términos netos el dato es aún más contundente ya que el endeudamiento neto acumulado entre 2006 y 2012 representa solamente el 5% del monto del periodo anterior (Bs11.250).

Gráfico 6: Emisión Bruta y Emisión Neta de Deuda Pública Interna del TGN 2000-2012 (En millones de Bs)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Emisión Bruta de deuda por plazos

En el periodo 2000 – 2005, la emisión bruta de deuda pública estuvo caracterizada por vencimientos de corto plazo. En este periodo, en promedio el 54% de la deuda interna era contratada con plazos menores a un año,

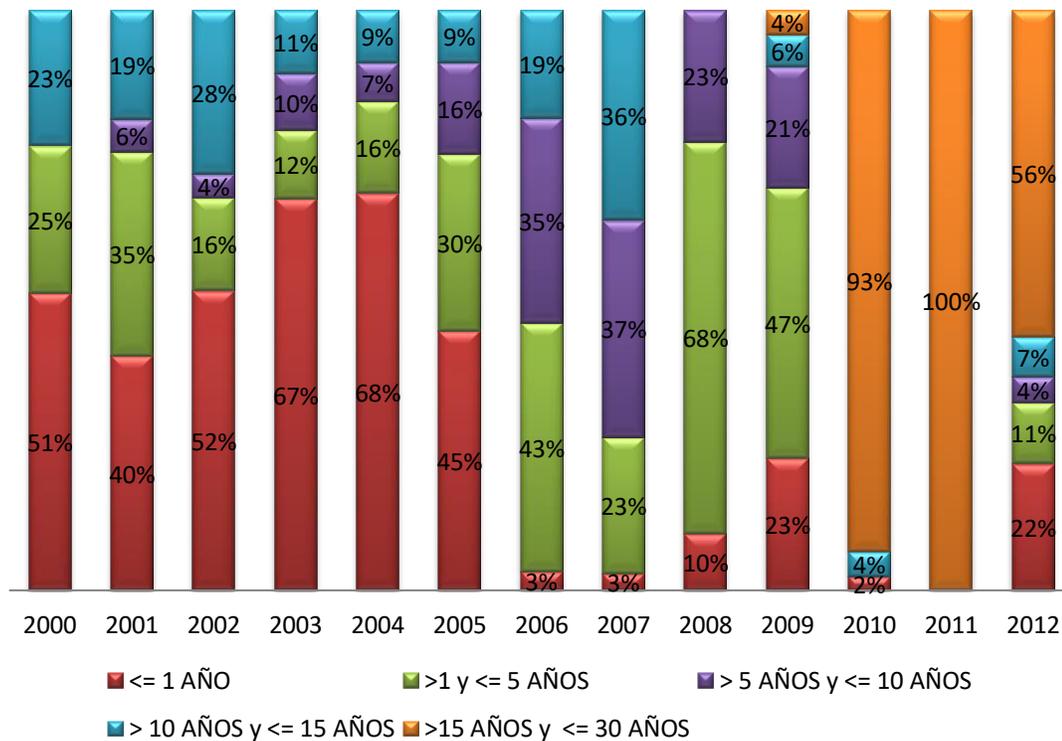
equivalente a cerca de Bs2.800 millones por año y el 22% con plazos entre 1 y 5 años, aproximadamente Bs1.800 millones.

Esto quiere decir que aproximadamente el 54% de la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación debía ser refinanciada en menos de doce meses, mostrando un alto riesgo de refinanciamiento y de incumplimiento de las obligaciones del Estado. Este incremento en el riesgo de refinanciamiento tuvo una incidencia directa en el costo del nuevo financiamiento, considerando que los potenciales acreedores demandaban tasas de interés más altas dado el riesgo alto que presentaba el TGN.

La emisión de corto plazo demuestra la fragilidad de las finanzas públicas, primero por las fuertes necesidades de financiamiento reflejadas en los altos niveles de emisión de deuda pública interna y en segundo lugar por el alto riesgo de refinanciamiento expresado de manera contundente en los altos niveles de emisión de deuda de corto plazo.

Asimismo, es necesario precisar que gran parte de la deuda interna emitida de corto plazo tiene su origen en créditos de liquidez otorgados por el Banco Central de Bolivia.

**Gráfico 7: Emisión Bruta de Deuda Pública Interna del TGN por plazo
2000-2012
(En Porcentaje)**



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

A partir de la gestión 2006 se produce el cambio en la gestión de la deuda pública a través de la emisión de deuda interna con plazos cada vez mayores. En el 2006 solamente el 3% de la deuda pública fue emitida a corto plazo, es decir con vencimiento menor a un año y en la gestión 2012 se emite nuevamente deuda a corto plazo pero bajo otra visión de la deuda pública ya que está referida a emisiones del denominado “Bono Tesoro Directo” enmarcada en la diversificación de las fuentes de financiamiento y con el objeto de democratizar el acceso de los pequeños ahorristas hacia los bonos del TGN.

Tal como se mencionó anteriormente, a partir de 2006 se reduce de manera sustancial la emisión bruta de la deuda pública interna pero esta reducción estuvo acompañada de emisiones con plazos de vencimiento más largos.

En el 2006 el 44% de la emisión bruta tenía plazos mayores a 5 años y el 43% presentaba plazos entre 1 y 5 años. En el año 2010 el 93% de la emisión tuvo plazos entre 15 y 30 años, en la gestión 2011 la totalidad de la emisión fue realizada en ese rango de plazo y en el 2012 esta emisión alcanzó el 56%.

Esto demuestra el proceso de recomposición de la deuda interna a través de la ampliación de los plazos de vencimiento, dejando de lado las emisiones de corto plazo, y de esta manera reduciendo la vulnerabilidad del perfil de vencimientos de la deuda interna del TGN, el cual en la actualidad no presenta riesgo de refinanciamiento.

Emisión Bruta de deuda por moneda

En el periodo 2000 – 2005, el 35% de la emisión bruta de deuda pública interna del TGN estuvo denominada en moneda nacional mientras que las emisiones en dólares estadounidenses o con mantenimiento de valor a esta moneda representaron el 51% y el 15% restante corresponde a las emisiones denominadas en Unidades de Fomento de Vivienda.

A partir de 2003 se introduce la deuda interna denominada en Unidades de Fomento de Vivienda, unidad de cuenta indexada a la inflación, a través de las emisiones directas a las Administradoras de Fondos de Pensiones con el fin de cubrir el costo de la reforma de pensiones aprobada a través de Ley N° 1117.

Esto quiere decir que el 66% de la emisión bruta de deuda pública estaba expuesta a la volatilidad del tipo de cambio o la inflación lo de que demuestra

el alto grado de vulnerabilidad de la deuda interna ya que el servicio de la misma estaba expuesta a factores externos.

Esta estructura de la emisión bruta de deuda interna puede ser explicada por el grado de dolarización que la economía tenía en el periodo entre 2000 y 2005, el cual superaba fácilmente el 75%. A partir de 2006, año en que se inicia el proceso de bolivianización de la economía, se inicia la reconstrucción de la cartera de la deuda interna buscando también profundizar la utilización de la moneda nacional en los instrumentos de deuda pública emitidos por el TGN.

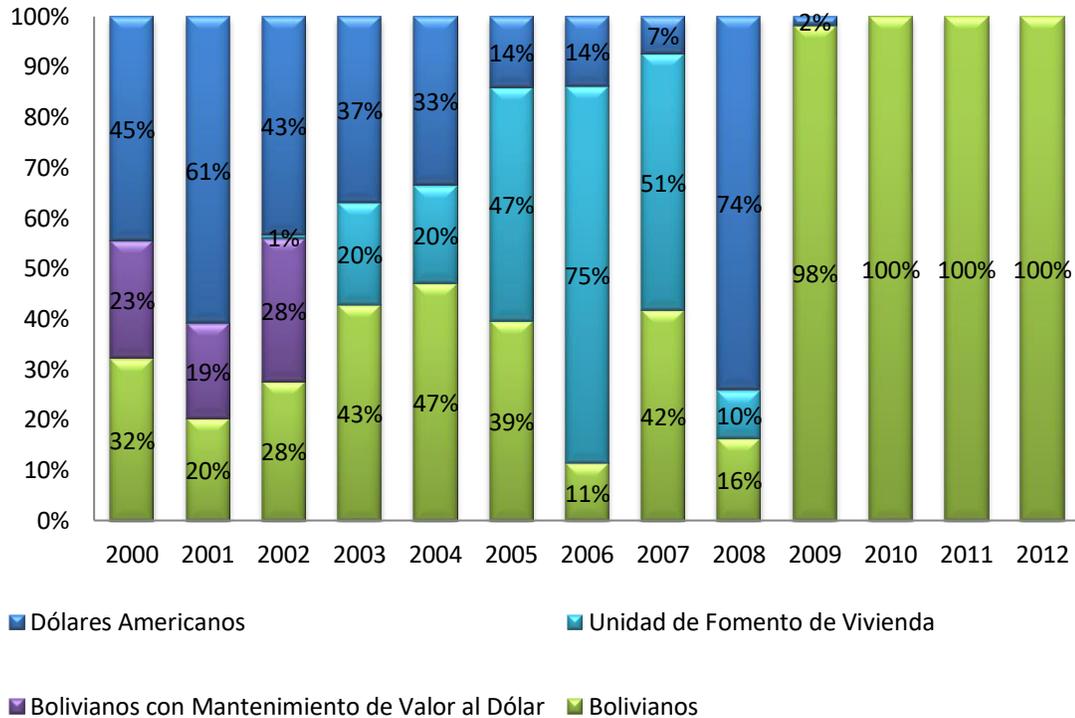
En ese sentido, en una primera etapa se utilizaron instrumentos indexados a la inflación es decir denominados en Unidades de Fomento de Vivienda y gradualmente se introdujeron títulos en moneda nacional.

Los resultados de esta reconstrucción de monedas en la cartera de la deuda interna del TGN se ven claramente expresados en los últimos años, más específicamente entre 2010 y 2012, años en los cuales se emitieron títulos del Tesoro solamente en moneda nacional y con plazos mayores a 15 años, a través de subastas públicas, dejando de lado la contratación de créditos de liquidez con el Banco Central de Bolivia y las emisiones directas de títulos a las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Este proceso de bolivianización de la deuda interna significó reducir las vulnerabilidades de su estructura sustituyendo deuda denominada en dólares e indexada a esta moneda o la inflación por títulos denominados en moneda nacional.

El principal impacto que tiene esta medida está vinculado a que el TGN en el mediano plazo no estará sujeto a las variaciones de factores externos como son el tipo de cambio y la inflación, otorgando de esta manera solidez a las finanzas públicas.

Gráfico 8: Emisión Bruta de Deuda Pública Interna del TGN por moneda 2000-2012 (En Porcentaje)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

III.IV TASAS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL TGN

La evolución de la tasa de interés implícita de la deuda pública interna del TGN muestra que en el periodo 2000 – 2005 las arcas nacionales fueron sometidas a una fuerte carga financiera para afrontar el servicio de la deuda, explicada por la contratación de deuda de corto plazo y en moneda extranjera.

Las altas tasas de interés plasmadas en una fuerte carga financiera obligaban al Tesoro General de la Nación a buscar financiamiento y refinanciamiento a cualquier costo lo que se convertía en un efecto bola de nieve. Es decir que mientras más recursos eran necesarios para el servicio de la deuda menos

campo de acción se tenía para poder buscar mejores condiciones financieras para la contratación de nueva deuda pública.

A partir de 2006, las cifras del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas plasmadas en un Boletín de Estadísticas¹⁰, muestran que el Tesoro General de la Nación colocó títulos públicos a tasas de rendimiento cada vez más bajas, llegando por ejemplo en el 2012 a validar una tasa de rendimiento de 2.4% a un plazo de 30 años y en moneda nacional.

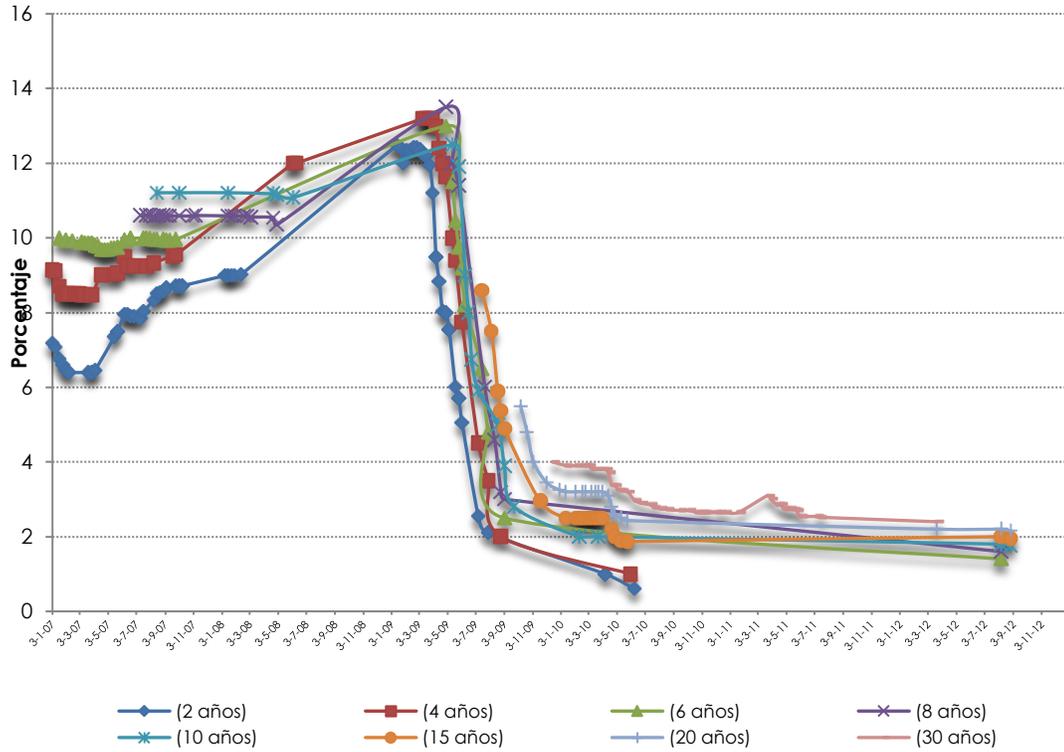
La reducción de las tasas de interés está explicada principalmente por dos factores. El primero está relacionado a la mejora sostenida de la percepción de los inversionistas nacionales respecto a la situación económica del país y más específicamente de las finanzas del TGN; esto significa que los compradores de bonos perciben menor riesgo en los títulos emitidos por el TGN. El segundo factor está vinculado al alto grado de liquidez que presenta el sistema financiero nacional, característica similar a la que se presentan en los mercados internacionales.

La confianza de los inversionistas nacionales se ve reflejada en la demanda por títulos del TGN con plazos de vencimiento mayores a 15 años y en moneda nacional permitiendo reducir de manera gradual la tasa de rendimiento.

Las tasas de interés de los Bonos del Tesoro ofertados al mercado financiero para el plazo de 30 años disminuyeron de 4% a 2.4% y en el caso de plazos de 15 y 20 años descendieron sus tasas de 4.90% y 5.50% a 1.87% y 2.43% respectivamente, todo esto a partir del segundo semestre de 2009 a octubre de 2010.

¹⁰ MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS (2012) “Boletín de Estadísticas del Tesoro General de la Nación”

**Gráfico 9: Tasas de interés de Bonos del TGN 2007-2012
(En Porcentaje)**



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

CAPÍTULO IV MARCO PROPOSITIVO

Como se pudo apreciar, producto de un diagnóstico claro de las vulnerabilidades de la gestión de la deuda pública entre 2000 y 2005, se aplicaron diferentes medidas de política de endeudamiento orientadas a recomponer la deuda pública, logrando un escenario de estabilidad y sostenibilidad de la deuda pública interna del TGN.

En ese marco, resta continuar con la actual política de endeudamiento caracterizada por la ampliación de plazos y uso intensivo de instrumentos denominados en moneda nacional.

Sin embargo, con el fin de profundizar la gestión de la deuda pública es necesario continuar con el desarrollo del mercado local de deuda pública con el fin de lograr un eficiente mercado primario de deuda, acceso a una base de inversionistas diversificada, un mercado secundario activo, y una robusta regulación.

Un mercado primario eficiente se logrará a través de la reducción de tiempo entre las emisiones de deuda pública, utilización de instrumentos de deuda pública a través del mercado, es decir subastas públicas, y la publicación de programas de emisiones; otorgando de esta manera predictibilidad a los inversionistas respecto a las operaciones que realizaría el sector público.

Posteriormente, es necesario agregar mayor liquidez a los títulos emitidos por el TGN a través de reaperturas de títulos, programas de recompras, así como la introducción de instrumentos de deuda más sofisticados.

Una base de inversionistas diversificada significa que existen otros inversionistas además de los institucionales, bancos y Administradoras de

Fondos de Pensiones, con diferentes preferencias de riesgo, en términos de plazos y moneda entre otros aspectos, y será lograda a través de un sólido mercado primario y la utilización de instrumentos de deuda a lo largo de toda la curva de rendimiento.

Con el fin de lograr un mercado secundario activo se debe incrementar el volumen de transacciones de los títulos del TGN; introducir instrumentos que sirvan de referencia para los actores del mercado; también es necesario asegurar mejores mecanismos de distribución en el mercado primario; y generar eficiencia en el ámbito de las transacciones de los títulos de deuda pública.

Todo este proceso que involucra el fortalecimiento del mercado primario, la ampliación de la base de inversionistas y un mercado secundario activo deberá ser acompañado de una adecuación del marco regulatorio del mercado local de deuda pública y sus instrumentos.

Por tanto y en consideración a que la cartera de la deuda pública es la cartera financiera más grande de un país, es importante entender que una cartera de deuda grande y mal estructurada, hace que el gobierno sea más vulnerable a las perturbaciones económicas y financieras. Esto es un factor crucial en las crisis económicas.

La gestión de la deuda pública consiste en establecer e implementar una estrategia adecuada para el manejo de la deuda con el objeto de obtener el monto de financiamiento fijado, establecer objetivos de costo y riesgo, satisfacer las metas de la deuda soberana y mantener un mercado de títulos públicos. La administración pública deberá tratar de conseguir que tanto el nivel como la tasa de crecimiento de la deuda pública sean sostenibles y su servicio pueda atenderse en diversas circunstancias, al tiempo que se satisfacen los objetivos de costo y riesgo. Un nivel excesivo de endeudamiento

que lleve a tasas de interés más elevadas puede influir negativamente sobre el producto real.

CAPÍTULO V.- CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

V.I CONCLUSIONES

Entre 2000 y 2005 la deuda pública interna del TGN presentaba una estructura altamente vulnerable con un alto riesgo cambiario y de refinanciamiento.

El saldo de la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación mantuvo en promedio un 21% en plazos menores a un año; el 83% estuvo expuesta al riesgo cambiario considerando que estaba denominada en moneda extranjera, indexada a esa moneda o en Unidades de Fomento de Vivienda.

La gestión de deuda entre el 2000 y el 2005 estuvo caracterizada principalmente por el sostenido crecimiento de las emisiones de deuda interna, con vencimientos de corto plazo, denominada en dólares estadounidenses, con mantenimiento de valor de esta moneda y altas tasas de interés.

La emisión bruta acumulada alcanzó Bs31.333 millones y la emisión neta acumulada fue de Bs11.255 millones. En promedio el 54% de la emisión de deuda fue realizada con plazos menores a un año, y el 51% estuvo denominado en dólares estadounidenses o indexados a esa moneda. Las emisiones de deuda eran realizadas de manera directa a las Administradoras de Fondos de Pensiones o en su caso se contrataban créditos de liquidez con el Banco Central de Bolivia.

Producto del diagnóstico realizado de la gestión de la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación, a partir de 2006 se implementaron diferentes medidas de política de endeudamiento orientadas a reducir las vulnerabilidades identificadas vinculadas a los altos riesgos de

refinanciamiento y cambiario con el fin de lograr estabilidad y sostenibilidad en el endeudamiento público interno.

La gestión de deuda entre el 2006 y el 2012 estuvo caracterizada principalmente por la reducción de las emisiones de deuda interna, ampliación de los plazos de vencimiento y bolivianización de la cartera de deuda.

La emisión bruta acumulada alcanzó Bs17.106 millones y la emisión neta acumulada fue de Bs604 millones. En términos de plazos, a partir del año 2006, la gestión de deuda pública interna del Tesoro General de la Nación está enfocada a alargar los plazos de vencimiento, a través de la emisión de títulos con plazos mayores a 10 años.

Por primera vez en la historia de las Subastas Públicas realizadas a través del Banco Central de Bolivia (BCB) se puede observar la oferta de Bonos del Tesoro con plazos de 15, 20 y 30 años, lanzados al mercado en el segundo semestre de 2009.

En el 2009 las emisiones con plazos de 15, 20 y 30 años representaron el 4% y se fueron incrementando hasta el 93% y 100% de las emisiones brutas de deuda interna de los años 2010 y 2011 respectivamente, es decir que el año 2011 solamente se emitió deuda interna con plazos de 30 años.

Es decir que los vencimientos de corto plazo fueron refinanciados a través de la emisión de deuda interna con deuda de largo plazo.

Por otro lado, partir de 2006 se inició el proceso de bolivianización de la deuda pública interna a través de la intensificación en la utilización de instrumentos de deuda en moneda nacional, la reducción de la emisión de títulos indexados a la Unidad de Fomento de Vivienda y la eliminación de los instrumentos en moneda extranjera e indexados a la misma.

En los últimos tres años, el 100% de la emisión de deuda pública del TGN estuvo denominada en moneda nacional, profundizando de esta manera la bolivianización de la cartera de deuda pública, dejando de lado los instrumentos denominados en moneda extranjera o indexados a la inflación.

La reducción de las vulnerabilidades de la deuda interna permitió mejorar las condiciones financieras a ser asumidas por el TGN en términos de tasas de interés.

Al 2012 el saldo de la deuda pública interna del TGN presenta un 98% con plazos de vencimiento mayores a 5 años y el 54.6% está denominado en moneda nacional.

V.II RECOMENDACIONES

Las recomendaciones para afianzar el actual proceso en la gestión de la deuda pública se basa en aplicar una agenda que logre abordar los siguientes temas:

- Enfatizar el desarrollo y mantenimiento del mercado eficiente de los valores públicos.
- Conformar una oficina especializada en el seguimiento, medición y evaluación de los riesgos.
- Realizar un análisis de la calidad de deuda pública en base a indicadores de vulnerabilidad, sostenibilidad e instrumentos financieros.
- Un estudio de la demanda efectiva por valores públicos, establecería el nivel de desarrollo y la eficiencia en este mercado
- Probar la existencia de un efecto desplazamiento de la inversión privada a causa de una mayor deuda interna, sería útil para plantear los límites específicos para el endeudamiento interno.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO MUNDIAL (2007) “Developing the Domestic Government Debt Market”, Editorial: Banco Mundial, Washington– US.

BUNGE Mario (1959) “La Ciencia, su Método y su Filosofía”, Editorial: Siglo Veinte, Buenos Aires – Argentina.

CERÓN CRUZ Juan Antonio, DE LA FUENTE DEL MORAL Fátima “La política fiscal de la Unión Europea ante la crisis económica”

DIRECCIÓN DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO EDUCATIVO, Vicerrectoría Académica, Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, “El estudio de casos como técnica didáctica”

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL – BANCO MUNDIAL, (2005) “Marco de Sostenibilidad de Deuda”.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL – BANCO MUNDIAL, (2001) “Directrices para la gestión de la deuda pública”.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL – BANCO MUNDIAL, (2002) “Documento Complementario - Directrices para la gestión de la deuda pública”.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, (2012) “Boletín Digital del FMI PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL. La historia nos ofrece enseñanzas para controlar la deuda pública”

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, (2003) “Estadísticas de la deuda externa: Guía para compiladores y usuarios”

FUNDACIÓN FAES, Observatorio Económico “La Crisis Financiera: Orígenes y Soluciones”

GONZÁLEZ Ivonne (2012) “Gasto y Deuda Pública en América Latina: Indicadores del Sector Público” Editorial: CEPAL - Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES), Santiago – Chile.

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

KRUGMAN Paul, (2012) “Acabad ya con esta crisis”

MARTÍNEZ CARAZO Piedad Cristina “El método de estudio de caso Estrategia metodológica de la investigación científica”

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS (2009 – 2010 -2011 - 2012) “Memoria Fiscal”

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS (2012) “Boletín de Estadísticas del Tesoro General de la Nación”

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS (2010) “Lineamientos de Estrategias de Endeudamiento Público”.

MUNEVAR Daniel “Crisis de la Deuda en Europa: ¿Cerca del Colapso?”

PANICO Carlos (2010) “Las causas de la crisis de deuda en Europa y el papel de la integración regional”, Departamento de Economía, Università di Napoli “Federico II”

RODRIGO VARGAS Lorena (2010) “Del corto plazo al largo plazo: Un Esquema Para la Gestión de la Deuda Pública” Banco Central de Bolivia.

RODRIGUEZ Francisco, BARRIOS Irina, FUENTES María Teresa (1984) “Introducción a la Metodología de las Investigaciones Sociales” Editorial: Política, La Habana – Cuba.

SIRVENT ZARAGOZA Gonzalo (2012) “Nuevo Análisis sobre la Crisis de la Deuda en Europa” Editorial: Instituto Español de Estudios Estratégicos.

SIRVENT ZARAGOZA Gonzalo (2011) “La Crisis de la Deuda en Europa. Situación Actual y Necesidad de Emitir Eurobonos” Editorial: Instituto Español de Estudios Estratégicos.

STIGLITZ Joseph (1997) “La Economía del Sector Público”, Editorial: Antoni Bosch 2da Edición

UNCTAD “Gestión Eficaz de la Deuda”, UNCTAD/GID/DMS/15/Rev.1

VARGAS Hernando y Departamento de Estabilidad Financiera, (2003) “El Riesgo de Mercado de la Deuda Pública: ¿Una Restricción a la Política Monetaria? El Caso Colombiano” Editorial: Banco de la República de Colombia” Bogotá – Colombia.

YACUZZI Enrique “EL ESTUDIO DE CASO COMO METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN: TEORÍA, MECANISMOS CAUSALES, VALIDACIÓN”. Universidad del CEMA.