

Estrategias de Gestión de Deuda Pública

GABRIELA FERNÁNDEZ A.¹

1. Introducción

A nivel mundial y más aún de la región Latinoamericana, uno de los temas de permanente discusión y cooperación técnica ha sido el desarrollo y fortalecimiento de una estrategia de corto, mediano y largo plazo para la administración de la deuda pública, así como la implementación de buenas prácticas para su gestión, que vayan más allá del tradicional indicador de solvencia de las finanzas públicas, la relación deuda/producto, y por tanto, consideren aspectos cuantitativos y cualitativos relativos a la composición del financiamiento público.

El diseño de una estrategia institucional —que contemple la composición de la deuda, es decir, su nivel, perfil de desembolsos y amortizaciones, fuentes de financiamiento, costos y riesgos de endeudamiento, entre otros factores— es importante ya que: (a) contribuye al manejo eficiente de los recursos públicos; (b) reduce la vulnerabilidad de la economía ante cambios súbitos en el entorno (nacional e internacional); (c) contribuye a la profundización del mercado nacional de valores; (d) fortalece las finanzas públicas al facilitar la rendición de cuentas de la gestión financiera del Estado; (e) contribuye a la transparencia, coherencia y simplicidad en la gestión de endeudamiento público; y, (f) como resultado de todo lo anterior, fortalece la credibilidad de las autoridades económicas, al facilitar la creación de un marco formal de política de financiamiento público que pueda ser difundido con anticipación a los agentes económicos, disminuyendo las asimetrías de información existentes en el mercado, e incrementado la certidumbre en el desempeño económico.

Por tanto, esta estrategia debe permitir una evaluación continua de riesgos, costos y beneficios de las distintas opciones de endeudamiento, una definición de los requerimientos (en corto, mediano y largo plazo) para su servicio, y un monitoreo de la sustentabilidad y vulnerabilidad fiscales.

¹ La autora es funcionaria de la Dirección General de Estudios del Banco Central del Ecuador. Se agradece la información proporcionada por Pietro Masci y Mónica Almonacid (Grupo de Deuda de Latinoamérica y el Caribe), así como las sugerencias y comentarios de Fabián Carrillo, Diego Mancheno y Miguel Acosta, funcionarios de la Dirección General de Estudios.

Con relación a los demás países de la región, y según lo han manifestado algunos organismos internacionales como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación Andina de Fomento, el Ecuador se encuentra bastante rezagado en esta materia, a tal punto que ni siquiera cuenta con una estrategia formal y explícita de gestión de deuda pública. Sin duda, esta constatación no es sino un síntoma adicional de la debilidad institucional que afecta a todas las estructuras y organizaciones del país; de manera particular a aquella relacionada con el manejo de las finanzas públicas, y que se hace evidente a través de la inestabilidad de las autoridades del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) que, a manera de ejemplo, ha determinado que en los últimos dos años se hayan sucedido siete Ministros en esa Cartera de Estado.

Puesto que no hay una receta única que pueda aplicarse de manera indistinta de un país a otro, es fundamental para el Ecuador contar con un programa propio que refleje las prioridades y el entorno específico del país. Por tanto, se vuelve necesario y urgente propiciar, pero sobre todo culminar, una discusión y análisis con miras a implementar un proceso de reforma que considere tanto aspectos de la coyuntura como del mediano y largo plazos. Así, es imprescindible definir un entorno institucional que facilite el establecimiento de un esquema sistémico de administración de la deuda pública, que, partiendo de un manejo fiscal equilibrado, sostenible y sustentable, esté apuntalado en el fortalecimiento de la estructura organizacional y la coordinación de las entidades públicas y privadas vinculadas con la gestión de endeudamiento del Estado. Esto debe incluir necesariamente la creación y fortalecimiento de capacidades, incluyendo la implementación de sistemas idóneos de información y administración de la deuda pública, y el desarrollo del mercado doméstico de financiamiento público; se deben también desarrollar modelos analíticos de costo y riesgo que permitan construir escenarios para realizar proyecciones de perfil de pagos y evaluación de la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En este contexto, la finalidad de este documento es presentar una síntesis de los aspectos más relevantes de la gestión de deuda pública que fueron discutidos en el Foro *Sovereign Debt Management (SDM Forum)*, organizado por el Banco Mundial, y llevado a cabo en Octubre de 2006,² reunión que estuvo organizada alrededor de un doble propósito:

² Cabe señalar que al Foro concurrieron funcionarios de diversos países, en su mayoría responsables de diseñar e implementar las estrategias de manejo de deuda pública. Además, se contó con la participación de expertos en temas fiscales y financieros de organismos internacionales, tales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). El evento se desarrolló bajo dos modalidades metodológicas: conferencias plenarias, donde se abordaron los tópicos más generales, y talleres simultáneos de trabajo, en donde se discutieron temas más puntuales y técnicos.

- i) Pasar revista a los desarrollos y tendencias más recientes sobre las estrategias de gestión de deuda pública, tanto en los países en desarrollo como en las economías emergentes; y,
- ii) llegar a un acuerdo sobre algunos asuntos relativos a la implementación de buenas prácticas para la gestión del endeudamiento público, como son: transparencia, rendición de cuentas (*accountability*), coordinación interinstitucional, auditorías independientes, etc.

Entre los temas abordados estuvieron además: la importancia de las estadísticas en la gestión de la deuda pública, el mercado internacional de capitales, desarrollo de capacidades, entre otros.³ Dada la amplitud y diversidad de los temas tratados, este documento se concentra en aquellos aspectos considerados de mayor importancia para el caso del Ecuador, con el fin de resaltar la necesidad urgente que tiene el país de contar con una estrategia de administración de la deuda pública.

Los temas aquí descritos deberían servir para mantener y ojalá culminar una discusión respecto al proceso de endeudamiento público en el Ecuador y sobre esa base, construir acuerdos básicos que permitan al Estado ecuatoriano contar con una estrategia de manejo de deuda que recoja las preocupaciones sociales, políticas y económicas sobre esta materia, y que al mismo tiempo le permita acceder a los beneficios que conlleva una estrategia consistente y de largo plazo: principalmente, certeza en el acceso a financiamiento en condiciones de composición (interna vs. externa), de plazo y de tasa de interés que contribuyan al fortalecimiento de la administración financiera pública.

La siguiente sección presenta un análisis descriptivo de la situación actual de la deuda pública en el Ecuador, así como las características básicas del proceso de endeudamiento. La tercera parte analiza los fundamentos de una estrategia de gestión de deuda pública, en particular, las reformas institucionales y las técnicas cuantitativas que se han desarrollado para realizar análisis de costo y riesgo de endeudamiento. Por último, y a manera de conclusión, se trata el tema del diseño e implementación de las reformas.

2. Endeudamiento público en el Ecuador

2.1 La deuda pública: situación actual

El endeudamiento público en el Ecuador se genera fundamentalmente como consecuencia del débil marco legal e institucional que regula la administración

³ Véase los detalles en Anexo 1.

financiera del sector público. Esta debilidad en el manejo de las finanzas públicas ha provocado continuos requerimientos de financiamiento del Estado, producto de los casi permanentes déficit fiscales –en especial del Gobierno Central-, y de la obligación de pago de amortizaciones sobre préstamos contratados en periodos anteriores (ya sea para financiamiento del déficit del Presupuesto del Gobierno Central, para cubrir las necesidades de recursos para financiar determinados proyectos de inversión, o como resultado de la subrogación de deudas de otras instancias del Estado o incluso del sector privado, por parte del Gobierno Central). A manera de ejemplo, el cuadro 1 muestra la composición de los desembolsos de deuda pública externa e interna; se observa que los préstamos contratados para financiar el presupuesto del Gobierno Central son mucho más importantes respecto a aquellos atados a proyectos de inversión.

Cuadro No. 1

**Desembolsos de la Deuda Pública, Gobierno Central
(USD millones)**

	2006	2007 (Pro forma)
DEUDA EXTERNA		
Préstamos atados a proyectos de inversión	118	252
BIRF	21	23
BID	24	23
CAF	56	172
FIDA	0	4
Gob., Banco y Proveedores	17	30
Préstamos para financiamiento	360	749
BIRF	150	64
BID	90	80
CAF	120	605
FLAR	0	0
TOTAL	478	1001
DEUDA INTERNA		
Préstamos atados a proyectos de inversión	59	105
Créditos del BEDE	31	37
Bonos saldos de emisión para proyectos	28	68
Nuevas emisiones Bonos para proyectos		
Préstamos para financiamiento del Pto.	2608	955
Certificados de Tesorería (CETES)	2222	150
Nuevas emisiones	386	805
TOTAL	2667	1060

Nota: El dato de CETES para el año 2006 incluye operaciones de rollover, mientras que el correspondiente a 2007 muestra el saldo a final de año. Por tal razón las dos cifras no son comparables.

FUENTE: MEF, Pro Forma Presupuestaria 2007.

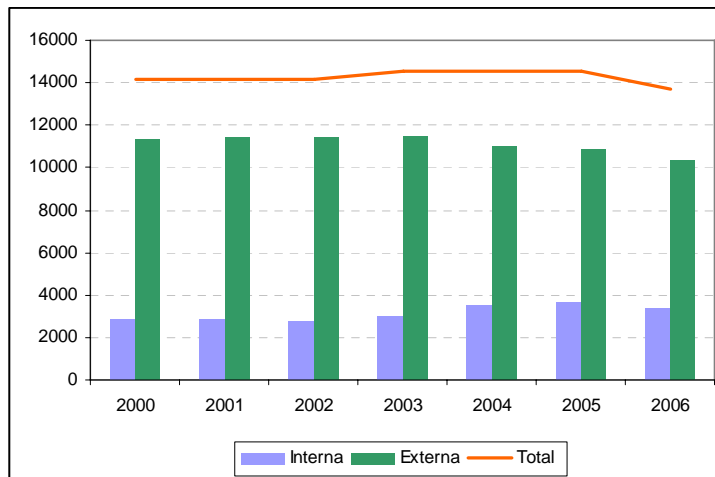
ELABORACIÓN: BCE.

Puesto que se trata de un problema intertemporal, los niveles de endeudamiento público deben ser analizados en el marco de sostenibilidad de las finanzas públicas y de la presión que ejercen sobre las erogaciones fiscales.⁴

Los niveles nominales de endeudamiento público que se presentan en el Gráfico 1, incorporan la influencia del refinanciamiento de la deuda externa comercial efectuado en el año 2000. A partir de ese año, la deuda externa pública ha venido disminuyendo, situación que contrasta con el endeudamiento interno, el cual más bien se ha incrementado en los últimos años. Como resultado, el saldo de deuda pública total se ha mantenido prácticamente constante.

Gráfico No. 1

**Deuda Pública Externa e Interna
(USD millones)**



FUENTE Y ELABORACIÓN: BCE.

⁴ En especial de las futuras generaciones, las que en la actualidad no necesariamente tienen representación en el proceso de toma de decisiones en materia de política económica y fiscal.

En julio de 2000, once meses después de la moratoria en el servicio de la deuda pública,⁵ Ecuador logró canjear su deuda externa comercial (Eurobonos y Bonos Brady) por Bonos Globales a 12 y 30 años. Se emitieron USD 3.950 millones en bonos Globales (USD 1.250 millones en Bonos 2012 y USD 2700 millones en Bonos 2030); el descuento promedio ascendió al 40% del monto nominal original. Un 99% de los tenedores de ese momento ofrecieron sus títulos en canje por estos valores representativos de esta nueva denominación de deuda externa soberana del Ecuador. Adicionalmente, bajo este esquema se lograron colocar bonos en mejores condiciones financieras a las determinadas originalmente. En efecto, los Bonos Brady y Eurobonos tenían plazos de entre 5 y 30 años y tasas variables (LIBOR más un porcentaje creciente en el tiempo); los Bonos Global ampliaron el plazo (la mayor proporción está colocada a 30 años), se negociaron a tasa de interés fija (10% y 12%) y con la obligación de efectuar recompras (Global 12 en 2006 y Global 30 en 2013).

La deuda con el Club de París⁶ fue renegociada en septiembre de 2000, bajo los términos de Houston aplicados a los países de ingresos medios y bajos.⁷ En el marco del acuerdo se logró diferir en un plazo de 5 años los atrasos de capital e intereses (incluidos 3 años de gracia) sobre la deuda no elegible y los intereses de mora. La mencionada operación de canje permitió reducir el valor nominal de la deuda externa pública de USD 13.752 millones en 1999 a USD 11.335 millones en el año 2000, es decir, hubo una disminución de USD 2400 millones (17.6%).

Por su parte, a la deuda interna se le aplicó un esquema de reestructuración que entró en vigencia en octubre de 1999, e involucró la reprogramación de los vencimientos de los años 1999 (USD 91,7 millones) y 2000 (USD 254,6 millones)

⁵ En septiembre de 1999 se incumplió el pago de intereses de USD 40 millones, lo cual condujo a que el país incurriera en moratoria en el servicio de su deuda pública. En ese momento, el país registraba una exposición en Bonos Brady Colateralizados (Par y de Descuento) por USD 3.090 millones; No Colateralizados Past Due Interest (PDI) y los Interest Equalization Bonds (IEB) por USD 2.871 millones; y, Eurobonos por USD 500 millones.

⁶ El Club de París es un foro informal de acreedores oficiales y países deudores, cuya función es encontrar soluciones coordinadas y sostenibles a las dificultades de pago y renegociación de deudas externas de los países e deudores. La renegociación es un medio para proveer un alivio al país deudor, a través de una postergación y, en algunos casos, reducción de las obligaciones por concepto de servicio de deuda.

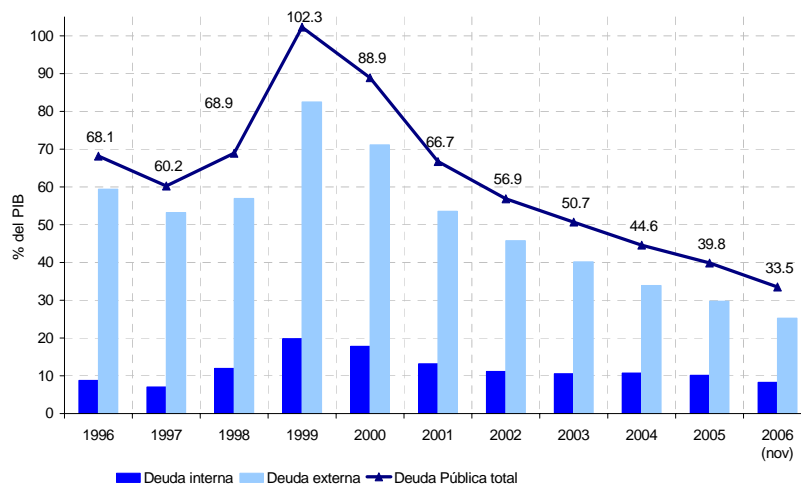
⁷ El acuerdo alcanzado bajo los términos de Houston permite realizar swaps (canjes) de deuda con el país deudor, reestructurar créditos de asistencia oficial para el desarrollo ("ODA credits") y ampliar el plazo de los períodos de pago de los créditos. En el caso concreto del Ecuador, el acuerdo de septiembre de 2000 incluyó el tratamiento de atrasos a Abril 30 de 2000, así como los vencimientos desde el 1 de Mayo de 2000 al 30 de Abril de 2001.

por bonos en dólares.⁸ Esta reestructura también permitió reducir el stock de deuda interna en USD 471 millones (de USD 3.304 millones en 1999 a USD 2.833 en el 2000), es decir 14.3%.

A pesar de que el nivel de endeudamiento público se ha mantenido constante en los últimos años, a raíz de la renegociación de la deuda externa, de un manejo relativamente estable de las finanzas del Gobierno Central y especialmente del período de sostenido crecimiento de la economía, la relación Deuda/PIB ha venido disminuyendo conforme muestra el Gráfico 2. Asimismo, la relación deuda externa pública / exportaciones muestra una marcada tendencia decreciente a partir del año 2000 (Ver Gráfico 3).

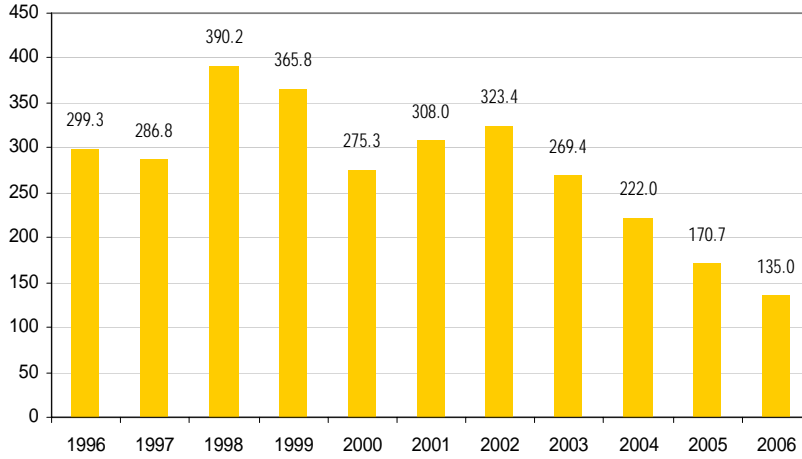
Gráfico No. 2

Deuda Pública Externa e Interna
-en porcentajes del PIB-



FUENTE Y ELABORACIÓN: BCE.

⁸ A la época, la deuda interna estaba compuesta por bonos cupón cero, comprados por instituciones públicas (IESS, BCE y Petroecuador) y entidades financieras, que adquirían los bonos del Estado como alternativas menos riesgosas de inversión frente a la creciente cartera vencida y para cubrir los requerimientos de encaje bancario.

Gráfico No. 3**Deuda Pública Externa**
-en porcentaje de las exportaciones totales-

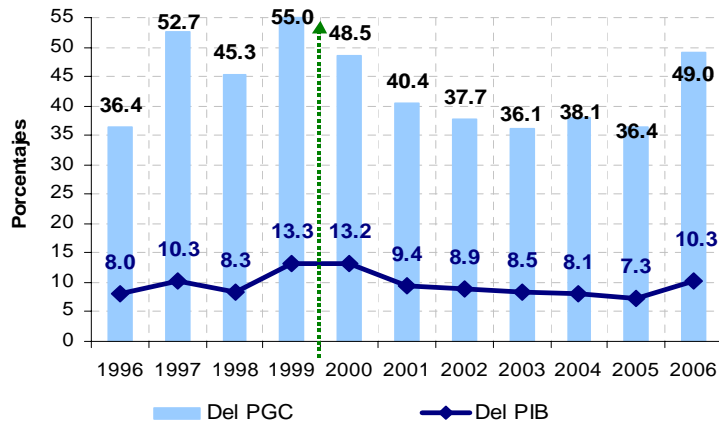
FUENTE Y ELABORACIÓN: BCE.

Por su parte, el valor devengado (correspondiente obligaciones legalmente exigibles) del servicio de intereses y amortizaciones representó, en promedio durante el período 1996-2006, 47.3% del Presupuesto del Gobierno Central aprobado por el H. Congreso Nacional. A partir de la reestructuración de la deuda pública, el promedio del período 2000-2006 ha sido del orden de 40%.⁹

⁹ Esta relación se incrementa de 36.4% en 2005 a 49% a fines de 2006, debido a que en mayo de ese año se compró deuda externa (Bonos Globales 2012) por USD 740 millones, y a que se efectuaron recompras de deuda interna por USD 237 millones en los últimos meses del año lo cual incrementa el monto de amortizaciones registradas en el Presupuesto del Gobierno Central pero no necesariamente implica un menor saldo de deuda pública.

Gráfico No. 4

Servicio de la Deuda / PIB y / Presupuesto del Gobierno Central
-en porcentajes-



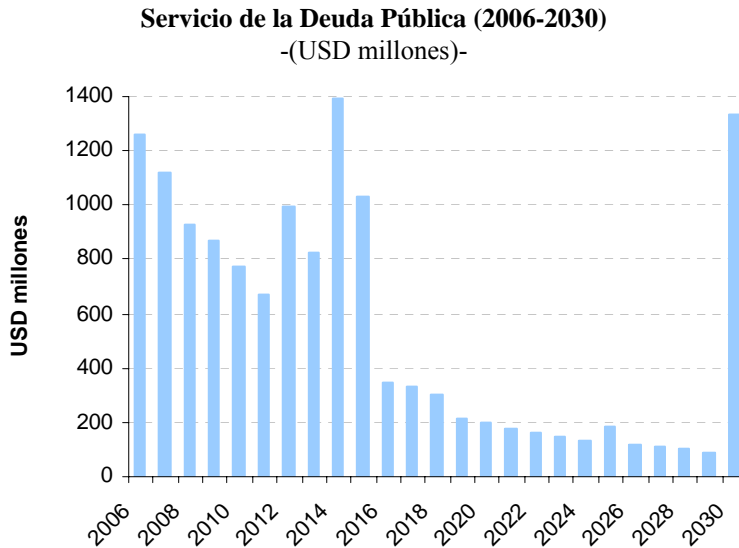
FUENTE Y ELABORACIÓN: BCE.

A pesar de esta reducción del peso del servicio en el Presupuesto del Gobierno Central (7 puntos porcentuales), no se ha logrado realizar una disminución adicional del stock ni tampoco se ha alcanzado un mayor alivio del peso de la deuda en el Presupuesto. El marco legal vigente, aun con los avances que supone —especialmente a partir de la aprobación de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal (LOREYTF) en el año 2002, y en particular la introducción de reglas y metas macrofiscales para la gestión financiera pública— se muestra insuficiente para conseguir niveles de endeudamiento que impliquen una menor carga del servicio de la deuda (amortización e intereses) en el Presupuesto del Gobierno Central. Una posible solución a este problema sería incluir una regla macrofiscal que obligue a una disminución *del nivel o stock* de deuda pública,¹⁰ que podría ser complementada con normativas que aborden aspectos cualitativos como la composición, el plazo e incluso referencia respecto de la determinación de la tasa de interés. Esto obligaría a la ejecución de un proceso de reingeniería de deuda que permita reducir el monto de recursos públicos destinados a su servicio.

¹⁰ De acuerdo al artículo 5 de la LOREYTF, el límite de endeudamiento se calcula con relación al Producto Interno Bruto y se establece que dicha relación no puede superar el 40%.

La reingeniería es más necesaria si se considera el actual perfil de vencimientos de la deuda pública, que muestra una alta concentración de pagos en el período 2006-2016 (Ver Gráfico 5). La Subsecretaría de Crédito Público del MEF¹¹ ya ha alertado que el perfil de pagos con los Organismos Multilaterales de Crédito está concentrado en este período, lo cual presiona el Presupuesto del Gobierno Central. En este sentido, el potencial reperfilamiento que se plantee debería, por ejemplo, procurar que el peso del servicio de la deuda pública disminuya a la mitad, es decir, al 20% del presupuesto, utilizando por ejemplo para ello los instrumentos financieros que dispone el Banco Mundial: pagos al final del período o en los últimos años de repago del crédito. Con esto se esperaría reducir la presión del servicio de la deuda y a la vez, tener un perfil de pagos más uniforme en el tiempo. Esto, sumado a otras medidas que se analizan más adelante, permitiría planificar el endeudamiento público de manera eficiente y sobre todo, dar mayor certeza a los requerimientos de financiamiento presupuestarios.

Gráfico No. 5



FUENTE: BCE y MEF.

ELABORACIÓN: BCE.

¹¹ Oficio No. MEF-SCP-2006-1800, del 11 de julio del 2006.

Para plantear algunas posibilidades de reperfilamiento, frente al anuncio del gobierno de una eventual reestructuración de la deuda externa que incluiría un recorte de pagos del 60% (aunque todavía no se ha precisado el mecanismo: reperfilamiento de vencimientos, recompra, forzar condiciones más ventajosas, etc.), se requiere analizar la composición y las condiciones financieras de la deuda pública externa e interna.

Deuda Pública Externa

Durante el período post dolarización, los recursos externos han provenido principalmente de Organismos Financieros Internacionales¹². A diciembre de 2006, 41% del endeudamiento externo corresponde a estos organismos, en contraste con la participación que tenían en 1996: 28%. Por su parte, la deuda en Bonos asciende a 39% (48% en 1996); en tanto que el crédito externo con Gobiernos y Proveedores, tienen participaciones en el total muy similares al período previo a la dolarización.

Cuadro No. 2

Estructura de la Deuda Pública Externa por Acreedor

-(USD millones)-

TIPO DE ACREEDOR	Saldo 2000	participación %	Saldo 31/12/2006	participación %
TOTAL DEUDA EXTERNA	11,193	100.0%	10,215	100.0%
<i>Organismos internacionales</i>	4,119	36.8%	4,142	40.5%
<i>Gobiernos</i>	2,710	24.2%	1,830	17.9%
<i>Bancos</i>	287	2.6%	184	1.8%
<i>Bonos</i>	3,971	35.5%	3,979	39.0%
<i>Proveedores</i>	106	0.9%	81	0.8%

FUENTE Y ELABORACIÓN: BCE.

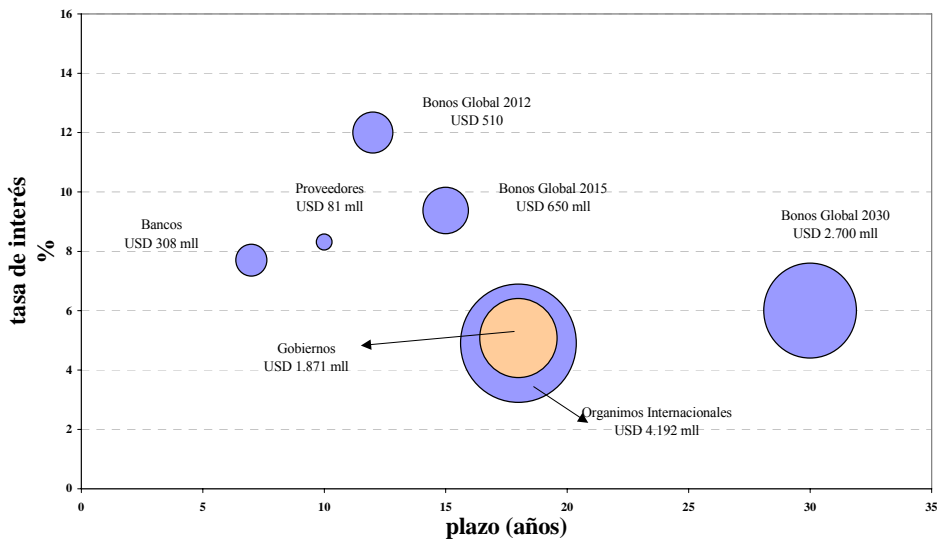
Durante el 2005, las tendencias del mercado financiero mundial y el continuo interés del Gobierno por captar financiamiento a plazos más largos y flexibles que

¹² Fondo Monetario Internacional (FMI), Corporación Andina de Fomento (CAF), Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Mundial (BM), y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

los que ofrece el mercado interno, culminó con el reingreso del país al mercado internacional de capitales. En diciembre de 2005, Ecuador emitió bonos por USD 650 millones a 10 años plazo, con un rendimiento de 10.75% (precio de 91.692%), un cupón de 9.375% anual y pago de capital al final del plazo. Esta fue la primera operación que se realizó en los mercados internacionales, luego de la moratoria con los acreedores privados de los bonos Brady y Eurobonos. En mayo de 2006 se realizó una recompra de los bonos Globales 2012 por USD 740 millones (los más onerosos dentro de la deuda externa ya que devengan una tasa de interés de 12%). Los procesos de reestructuración, así como la reinserción del país en los mercados internacionales de capitales para títulos soberanos, han tenido un impacto positivo en la estructura de la deuda externa, al extender sus plazos de vencimiento. El gráfico 6 muestra que el mayor monto de deuda (con Multilaterales, Bonos Global 2030 y Gobiernos) tiene un plazo promedio de entre 17 y 30 años; sin embargo, los vencimientos de estos contratos de deuda se encuentran altamente concentrados entre el año 2007 y el 2016.

Gráfico No. 6

Estructura de la Deuda Pública Externa
-Noviembre 2006-



FUENTE Y ELABORACIÓN: BCE.

Adicionalmente, la reestructuración permitió un alivio del peso del servicio de la deuda de mediano y largo plazo en el Presupuesto (7 puntos porcentuales), en la medida en que el proceso de refinanciamiento, canje y recompra, implicó una relativa reducción del nivel de deuda y por lo tanto un menor requerimiento de recursos para atender su servicio.

En las condiciones actuales, el anuncio de reestructurar unilateralmente una porción de la deuda externa pública, por considerarla ilegítima a criterio de las autoridades económicas, dejaría la percepción en los mercados financieros de que si Ecuador cae en una moratoria, no es por imposibilidad de pago, como fue el caso argentino, sino por falta de voluntad de pagar las obligaciones. En esta situación, sería muy poco probable que los tenedores estén dispuestos a participar en la reestructura propuesta por el Gobierno y en su lugar, esta situación podría derivar en procesos legales en las cortes internacionales que complique aún más el manejo de las finanzas públicas

En el análisis de este anuncio gubernamental se debe tener presente que no basta con calificar, sobre la base de criterios subjetivos, a la deuda externa como ilegítima para que esta sea objeto de cancelación. En primer lugar, se debe demostrar que el contrato de deuda posee al menos una de las siguientes características: i) el deudor y acreedor irrespetaron las normas y procedimientos legales básicos del país que contrajo el préstamo; ii) el préstamo no benefició de ninguna forma a la población de la nación deudora; iii) la población de la nación deudora no otorgó su consentimiento para contraer el préstamo; iv) la deuda financió proyectos para el desarrollo que fueron mal concebidos y por tanto, nunca debieron haber sido aprobados; y, v) se provocó un daño ambiental y/o de poblaciones locales en el país deudor, al tiempo que el acreedor tenía conocimiento de estos impactos negativos.

Por tanto, bajo un esquema de reestructuración de esta naturaleza sería necesario acudir a los tribunales internacionales y analizar cada contrato de endeudamiento de forma individual para que sea declarado ilegítimo. Así lo hicieron varios países en desarrollo, entre ellos el Ecuador, en el caso de una deuda contraída con el gobierno noruego. Esta deuda, producto de la importación de barcos, se contrató con el fin de asegurar el empleo en una industria noruega de la construcción naviera que se encontraba en crisis, y no debido a que estos barcos sirvieran a las necesidades de desarrollo de los países interesados. Las autoridades de Noruega reconocieron que esta operación no contribuyó al desarrollo, por lo que decidieron cancelar el 100% de las deudas.¹³ Por esta razón resultaría necesario y absolutamente legítimo que, bajo las consideraciones antes mencionadas, de forma

¹³ Véase el Anexo 2, en donde se presentan las ideas básicas acerca de la deuda ilegítima, así como la experiencia con el gobierno de Noruega.

previa a cualquier decisión, se haga un análisis detallado de las actuales obligaciones de deuda externa y se verifique su adecuada sustentación y legitimidad.

Una eventual renegociación de los contratos de deuda externa debería dar prioridad a reestructurar la deuda más cara. En el caso concreto del Ecuador, sería la deuda con la banca internacional, Bonos Global 2012 cuyo interés es de 12%. La deuda mantenida con organismos multilaterales de crédito, en especial el BID y la CAF, que concentra el 73% de la deuda con organismos internacionales (alrededor de USD 3000 millones), ha sido contratada a tasas de interés promedio de 5.83% y 7.8%, respectivamente, tasas más altas que las de otros contratos de este tipo. Asimismo, la deuda comercial con el Club de París (USD 833 millones, que equivale al 46% del endeudamiento con Gobiernos) se contrató a una tasa del 6.7%. Un potencial reperfilamiento debería enfocarse en estos créditos. Una alternativa sería mantener reuniones con estos organismos, a fin de negociar y establecer estrategias puntuales de negociación que permitan bajar la tasa de interés y las comisiones, y también, sobre todo en el caso de la CAF, ampliar los plazos de vencimiento.

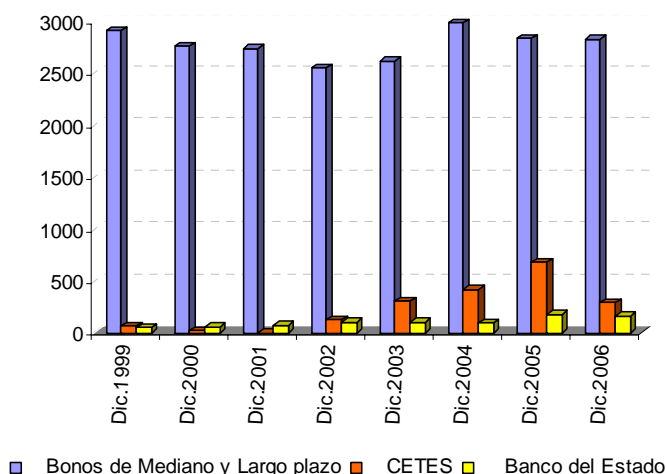
Deuda Pública Interna

El financiamiento del Presupuesto del Gobierno Central especialmente durante los últimos años se ha sustentado en un mayor nivel de endeudamiento interno. Sin embargo, las restricciones del mercado financiero doméstico han conducido a que resulte una opción más viable de captación de recursos la colocación de papeles a corto plazo, los cuales han sido adquiridos en su mayoría por instituciones del sector público (IESS, BEDE, CFN entre otros), mientras que la participación del sector privado ha sido más bien marginal.¹⁴ Esto se evidencia en que el saldo de Certificados de Tesorería —CETES, bonos de corto plazo (entre 30 y 357 días) emitidos por el Gobierno Nacional— ha ido creciendo, frente el saldo de bonos de mediano y largo plazo que especialmente durante los dos últimos años ha ido disminuyendo (ver Gráfico 7).

¹⁴ Los títulos de deuda interna pública se hallan concentrados en el IESS (USD 1.046 millones) y los Bonos AGD (USD 1.099 millones) de los cuales USD 1100 millones se encuentra en poder del Banco Central del Ecuador y por esa consideración, de acuerdo a la Ley, devengan una tasa de interés de 3.9%. Ambas concentran alrededor de 65% del total de emisiones.

Gráfico No. 7

Evolución de la Deuda Pública Interna
-(USD millones)-



FUENTE: BCE y MEF.

ELABORACIÓN: BCE.

La dependencia de financiamiento prácticamente en un solo comprador (el IESS) y la preferencia de otros potenciales inversionistas (particularmente el sistema financiero privado) por otro tipo de títulos, implica que el Gobierno Central enfrente dificultades para las colocaciones de mediano y largo plazo y evidencia la necesidad urgente de emprender en un proceso de desarrollo del mercado doméstico de deuda pública.

Como señala el Banco Mundial (2006), existen graves restricciones legales e institucionales para desarrollar y profundizar el mercado doméstico. El IESS es casi siempre el único adquirente de papeles públicos; además, las entidades públicas están obligadas a repartir de forma equitativa, el volumen de las inversiones y emisiones, en las bolsas de Quito y Guayaquil, lo que distorsiona el mercado.¹⁵

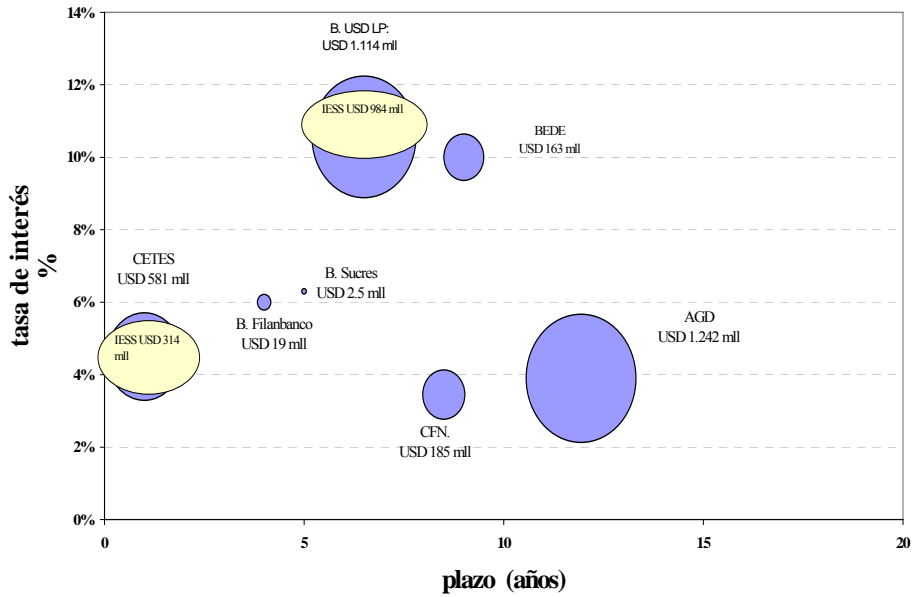
Adicionalmente, el acceso a los mercados locales de deuda pública por parte del MEF responde más bien a situaciones coyunturales derivadas de la volatilidad de la caja fiscal y no a una participación previamente planificada y definida, lo cual

¹⁵ De acuerdo a la Ley para la Promoción de la Inmersión y la Participación Ciudadana (Ley Trolebus), Registro Oficial Suplemento 144, de 18 de Agosto del 2000.

ahonda aún más el desordenado perfil de vencimientos de la deuda pública y en particular de la deuda pública interna de corto plazo - CETES (Ver Gráfico 8).

Gráfico No. 8

Estructura de la Deuda Pública Interna
-Noviembre 2006-



FUENTE Y ELABORACIÓN: BCE.

Como resultado de todo ello, la política de emisión es fragmentada, no existe un proceso de estandarización de papeles de deuda pública, ni de sus vencimientos (Banco Mundial, 2006). Quizás lo más preocupante de esta situación es que genera un continuo y creciente riesgo de financiamiento de la ejecución del Presupuesto del Gobierno Central e incrementa por tanto la vulnerabilidad de las finanzas públicas ecuatorianas.

En consecuencia, el MEF debería iniciar de manera inmediata un proceso de reingeniería de deuda que considere estrategias de emisión que tengan como objetivo mejorar el perfil y la composición de la deuda interna pública, reduciendo la concentración de vencimientos y mejorando las condiciones financieras de colocación de títulos por ejemplo a través del desarrollo y mayor profundidad del

mercado doméstico (primario y secundario) de papeles de deuda pública.¹⁶ Respecto a este último punto vale mencionar algunas características del mercado: i) no existe una estrategia de colocaciones y recompras, sino que más bien éstas responden a urgencias y demandas puntuales; ii) la demanda privada por títulos es débil y concentrada; iii) el mercado secundario carece de profundidad; y, iv) hay rigideces normativas y de procedimientos; por ejemplo, el hecho de que los títulos de deuda pública interna sean ‘cartulares’, es decir, que no estén desmaterializados, constituye un limitante adicional al desarrollo del mercado doméstico pues dificulta el registro de los tenedores e impide la realización de transacciones electrónicas.

Adicionalmente, y en vista de que los supuestos de financiamiento interno para cubrir los compromisos de gasto que constan en las respectivas Proformas Presupuestarias muchas veces son excesivamente optimistas, se requiere de una estrecha coordinación del Gobierno Central con las diferentes instituciones del sector público y privado, a fin de que al menos se cumpla con lo inicialmente previsto y programado.

2.1 Marco legal e institucional del proceso de endeudamiento público en el Ecuador

El marco legal e institucional debe establecer los objetivos para la administración de la deuda pública, sobre la base de los lineamientos de diseño y manejo de la política fiscal y del programa anual o plurianual de inversiones en proyectos de inversión.

El marco legal vigente que respalda el proceso de endeudamiento público en el Ecuador, además de la Constitución Política, reúne varias leyes y reglamentos: Ley Orgánica de Administración Financiera y Control, LOAFYC, y su reglamento; Ley Orgánica de Responsabilidad Estabilidad y Transparencia Fiscal, LOREYTF, y su reglamento; Ley de Presupuestos del Sector Público, y su reglamento; Ley de Contratación Pública; Ley del Mercado de Valores. Además, el Decreto Ejecutivo 3410 publicado en el Registro Oficial 5 de 23 de enero del 2003, relativo al Reglamento de Operaciones de la deuda pública.

Este cuerpo legal, en los títulos y capítulos concernientes al endeudamiento público, determina que el MEF, a través de la Subsecretaría de Crédito Público – SCP, es la entidad responsable del proceso de endeudamiento público en el Ecuador.

¹⁶ Este tema es analizado en profundidad en el documento *Public Debt Management and Domestic Market*, Banco Mundial, 2006.

De acuerdo a los artículos 24 y 48 de la LOAFYC, ese Ministerio es la entidad encargada de:

- administrar el crédito público del Estado;
- formular la política de endeudamiento externo e interno y coordinarla con la política financiera;
- proponer y presentar los límites del endeudamiento externo e interno para someterlos a la aprobación del H. Congreso Nacional;¹⁷
- ejecutar la política gubernamental para la contratación de crédito externo;
- establecer las condiciones y regulaciones para el trámite y contratación de créditos externos e internos por parte del Gobierno Nacional y de las demás entidades y organismos del sector público;
- aprobar o rechazar las solicitudes de crédito que deben presentar las entidades y organismos del sector público; coordinar la negociación de los créditos externos y designar negociadores.

El artículo 5 de la LOREYTF estipula además que el MEF es el responsable de la elaboración y ejecución del plan de reducción de la deuda, de acuerdo al programa y los límites establecidos en dicha Ley, por lo que los créditos deben guardar correspondencia con el límite de endeudamiento público aprobado por el H. Congreso Nacional. Asimismo, el MEF debe aprobar o rechazar los contratos de créditos externos y el otorgamiento de la garantía del Gobierno Nacional para créditos del exterior solicitada por entidades u organismos del sector público.¹⁸ Estas atribuciones son ejercidas principalmente a través de la SCP.

La SCP receipta las solicitudes presentadas por las entidades y organismos del sector público, con toda la información necesaria respecto al proyecto o proyectos de inversión a ejecutarse la cual debe también ser evaluada y aprobada por la Subsecretaría de Programación de la Inversión Pública, que emite la viabilidad técnica, económica y social del proyecto, así como la documentación y estados financieros que sean requeridos para los informes y dictámenes legales pertinentes (LOAFYC, Art. 123). Sobre la base de esta información, esa Subsecretaría debe: i) elaborar el presupuesto de la deuda pública, ii) realizar las operaciones financieras, y iii) evaluar las operaciones de crédito. Para implementar estas funciones, desde el punto de vista organizacional, actualmente cuenta con tres unidades de coordinación: Coordinación de Gestión de Deuda (CGD),¹⁹ Coordinación de

¹⁷ Artículo 4-A de la Ley de Presupuestos.

¹⁸ El artículo 124 de la LOAFYC.

¹⁹ La CGD debe: i) elaborar el Presupuesto de la Deuda Pública, ii) preparar la programación de la Deuda Pública, iii) preparar las órdenes de pago para servir la deuda pública, y iv) preparar reportes de la situación de la deuda.

Operaciones Financieras (COF),²⁰ y Coordinación de Evaluación de Operaciones de Crédito (CEOC)²¹ (Decreto Ejecutivo 3410).

De acuerdo al artículo 29 de la Ley Orgánica de Régimen Monetario, LORM, y del artículo 10, literal f) de la LOREYTF, previa la contratación de créditos, el MEF debe contar con el dictamen favorable del Directorio del BCE, el cual, de acuerdo a esta normativa, se referirá a las condiciones financieras del endeudamiento y a su impacto en el programa monetario y financiero, tomando también en cuenta para ello el cumplimiento del límite de endeudamiento público aprobado por el H. Congreso Nacional. Los dictámenes deben emitirse en un término de veinte días, contados a partir de la recepción de la documentación pertinente. De no hacerlo, se entenderá el silencio como dictamen favorable. Con estos Dictámenes, más los emitidos por la Procuraduría General del Estado, la Subsecretaría de Crédito Público elabora un informe para el MEF, en el que debe constar el resumen del proyecto, las condiciones financieras del crédito, los organismos que intervienen en la ejecución del proyecto, el análisis financiero de la entidad beneficiaria, su capacidad de endeudamiento, el efecto del préstamo sobre la balanza de pagos, los requerimientos de aporte local y su incidencia en las finanzas públicas, el análisis de los aspectos legales, y en general, la capacidad de endeudamiento del país (LOAFYC, Art. 125). Sobre esta base, el Ministro de Economía y Finanzas emite su resolución, aprobando o rechazando total o parcialmente la solicitud, a partir de los antecedentes, los dictámenes y el informe de la SCP (LOAFYC, Art. 126).

Los contratos de deuda pública se deben registrar en el Ministerio de Economía y Finanzas y en el Banco Central del Ecuador, dentro de los 15 días posteriores a la suscripción del crédito, para su seguimiento (LOREYTF, Art. 11).

El BCE, por su parte, como agente financiero del Gobierno Nacional (Art. 120, LOAFYC), debe efectuar el pago de capital e intereses de los títulos de la deuda pública interna y externa. Además, según la LORM (artículo 81), debe cumplir con el servicio de la deuda pública interna y retener los recursos necesarios para el servicio de la deuda pública externa que será servida por el mismo Banco. Para ello,

²⁰ La COF es responsable de la implementación de las operaciones de crédito público; por ejemplo, emitir instrumentos financieros a corto, mediano y largo plazo.

²¹ El decreto 3410 le asigna las siguientes responsabilidades: i) elaboración del Presupuesto y el Plan de Inversión Pública Anual (en coordinación con SENPLADES y con la Subsecretaría de Programación de la Inversión Pública); ii) implementación de títulos, estrategias de financiamiento y las características del endeudamiento; iii) registro y control de la deuda pública, iv) administración de la base de datos de la deuda pública, v) elaboración de boletines estadísticos de la deuda pública, y vi) preparación de la programación de los fondos de contraparte local para asegurar los desembolsos a las unidades ejecutoras de los proyectos.

todo contrato de endeudamiento que celebren el Estado y las demás entidades y empresas del sector público, debe estar respaldado por el fideicomiso de la totalidad de ingresos de la entidad deudora en el BCE (LORM, Art. 82).

Además, el BCE, a través de su Directorio, según el artículo 25 de la misma LORM, puede establecer condiciones y límites al endeudamiento externo que las instituciones del sistema financiero del país contraten en el exterior. Asimismo, puede establecer condiciones y límites a los montos de fianzas, avales, garantías o cualquier otro contingente que, sobre préstamos externos, otorguen las instituciones del sistema financiero del país a cualquier persona natural o jurídica.

Por último, según la LORM, el Banco del Estado puede contratar créditos externos, de forma directa, pero con previa aprobación del MEF y del BCE (Artículo 126); puede también emitir bonos domésticos bajo la garantía de su portafolio, con montos y términos aprobados por el Directorio del BCE (Artículo 128).²²

De acuerdo al informe realizado en conjunto por el BID y el CEMLA,²³ algunas funciones asignadas a la SCP no pueden emprenderse, pues dicha dependencia no cuenta con los instrumentos necesarios. Por ejemplo, el Decreto 3410 de 17 de enero de 1996 establece que la SCP debe analizar la deuda externa privada; pero ésta es una tarea que en la mayoría de países la ejerce el Banco Central; además, la SCP del MEF no cuenta con los recursos humanos y técnicos para realizar esta función (Banco Mundial, 2006), que en la práctica la cumple el BCE. Otro ejemplo: el Ecuador es un caso único donde la deuda pública debe registrarse, por mandato legal, tanto en el MEF como en el BCE; aunque las leyes y regulaciones crean una duplicación de funciones, no designan de modo específico a una institución como la responsable oficial para el registro de la deuda pública del país.

Actualmente no existe una dependencia que realice un seguimiento técnico y continuo, tal como antes lo hacía la Unidad Técnica de Endeudamiento -UTE. Esta Unidad ad-hoc fue creada, dentro de la SCP,²⁴ con el fin de fortalecer la política de endeudamiento público y definir una estrategia, sobre la base de lineamientos claros. Las funciones de la UTE eran principalmente: brindar asesoría al Ministerio y a las demás entidades públicas relacionadas con el proceso de endeudamiento; establecer límites, parámetros, requisitos mínimos de deuda, y el flujo de caja necesario para cumplir con las amortizaciones e inversiones; diseñar una estrategia para reducir la relación deuda pública/PIB, y evaluar las condiciones de refinanciamiento y

²² En el Anexo 3 se presenta un resumen de los requisitos para contratar deuda pública, así como las instituciones responsables.

²³ BID-CEMLA (sin fecha), Evaluación del Sistema de la Administración de la Deuda, *mimeo*.

²⁴ Decreto Ejecutivo 3076, publicado en el RO 789 de 26 de septiembre de 1995

conversión de deuda pública. La UTE se encargaba además de aspectos metodológicos y estadísticos. En cuanto al proceso de endeudamiento, la UTE analizaba las solicitudes, realizaba un seguimiento continuo de la deuda externa pública y participaba en los procesos de negociación, recomendando las mejores alternativas de financiamiento.

El Decreto 3410 de 17 de enero de 1996 sustituyó a la UTE por el Comité de Deuda Pública, conformado por el Ministro de Economía y Finanzas y las Subsecretarías del MEF (Crédito Público, Presupuesto, Política Económica, Tesorería, Inversión Pública y Legal). Las responsabilidades asignadas a este Comité se circunscriben a elaborar las políticas de endeudamiento y supervisar la estrategia y procesos de endeudamiento. Además, se crearon dos Comisiones Técnicas, por Decreto Ejecutivo 96 de 10 de febrero de 2003; una, compuesta por la Presidencia, el MEF y el BCE, para revisar las solicitudes de financiamiento externo, las condiciones financieras, los impactos económicos, y la posibilidad de otorgar garantías para créditos externos. La otra comisión, en la que participa la Procuraduría, el BCE y el MEF, debía proponer un proyecto que detallaría los recursos que entrarían al ex FEIREP. A pesar de que las comisiones fueron creadas para intentar coordinar la política de endeudamiento del país e implementar ciertos aspectos de la LOREYTF, tan sólo se han reunido ocasionalmente, y en muchos casos no están funcionando, como es el Comité de Deuda Pública. Por tanto, el objetivo de fortalecimiento institucional que se buscaba a través de incorporar, dentro de la estructura del MEF, a estas instancias de coordinación y decisión, no se ha logrado y en los hechos se han perdido espacios de participación y gestión interinstitucional con los que antes se contaba.

El marco legal debería ser exhaustivo y abarcar a todos los tipos de financiamiento: deuda externa, interna, deuda directa y garantizada del Gobierno Central, deuda de empresas públicas y gobiernos locales, y donaciones. Sobre estas últimas por ejemplo, no hay una clara definición sobre la responsabilidad de negociarlas y monitorearlas. Quizá la consecuencia más grave de la falta de un marco legal exhaustivo y claro es que se crea el espacio para ejercer presión política (BID-CEMLA, op. cit.).

Lo expuesto permite concluir que el entorno legal vigente en el Ecuador no establece los objetivos clásicos que deben guiar la gestión de deuda, como son financiar las necesidades del gobierno al menor costo, dentro de límites preestablecidos de riesgo, y desarrollar el mercado doméstico para títulos de deuda pública. Tampoco existen requerimientos mínimos para crear e implementar una estrategia de gestión de deuda de mediano plazo que cuente con el debido sustento institucional en términos de coordinar esfuerzos y dar consistencia a la gestión de

financiamiento público como parte de la definición y estructuración de una estrategia de política económica.

Por tanto, los objetivos tendrían que ser incluidos explícitamente en la normativa; el MEF debería contar con una estrategia de mediano plazo para cumplir los objetivos propuestos, y con un plan de información del logro de los objetivos planteados; asimismo, habría que formalizar e institucionalizar el Comité Técnico, cuya función sería analizar las distintas alternativas de endeudamiento y recomendarlas al MEF para su aprobación.

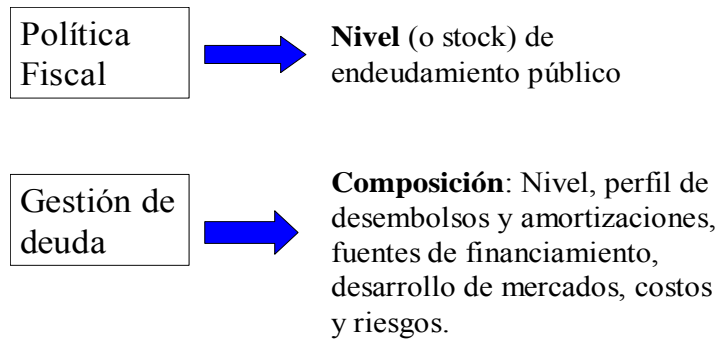
En cuanto a las responsabilidades institucionales, es claro que aunque la SCP concentra las principales funciones de gestión de deuda, en la práctica hay otras unidades dentro del mismo Ministerio que cumplen tareas esenciales vinculadas con el financiamiento público, como son la emisión de papeles (CETES por parte de la Subsecretaría del Tesoro Nacional y TBC's por parte del BCE) y el registro de los movimientos de deuda y custodia de los títulos (BCE). En consecuencia, es necesario consolidar la gestión en una sola dependencia operativa (la SCP); para ello, el MEF debería diseñar un plan estratégico que contemple coordinación con el Tesoro, capacitación al personal, gestión de información y difusión de reportes periódicos e instancias claras de decisión y coordinación con otras instituciones públicas involucradas en el proceso.

3. Estrategias de gestión de la deuda pública

Antes de concentrarse en el tema del diseño de las estrategias de gestión de deuda pública, sus objetivos, características y herramientas de análisis, es importante abordar el contexto macroeconómico en el cual debería enmarcarse dicha estrategia, así como la situación en la que se encuentra el resto de países respecto a las estrategias de administración de deuda pública.

3.1 La necesidad de un enfoque sistémico

Es necesario dejar clara la diferencia entre política fiscal y gestión de deuda pública. En lo que respecta al endeudamiento, a la primera le compete el ámbito del nivel (o stock) de endeudamiento público. La gestión de la deuda, por su parte, es un asunto más complejo pues también está relacionada con la composición de la deuda, es decir, su nivel, perfil de desembolsos y amortizaciones, fuentes de financiamiento, desarrollo del mercado doméstico, análisis de costo y riesgo, entre otros, como se señaló anteriormente.



Sin embargo, los dos ámbitos no constituyen estamentos separados; más bien, es necesario que exista coordinación y coherencia entre estas dos instancias de la política pública dentro del marco general de la política macroeconómica, dada la estrecha interdependencia entre los diversos instrumentos de política y la necesidad que en su diseño e implementación se mantenga un enfoque sistémico en el manejo de las finanzas públicas y de la política económica en general.

En efecto, la coordinación es importante porque la elección de las fuentes de financiamiento y los términos o condiciones de los préstamos pueden tener un impacto significativo en el resultado fiscal. Asimismo, los análisis de sostenibilidad, de riesgo financiero y de gestión del flujo de caja, se fundamentan en variables macroeconómicas: crecimiento económico, costo de servicio de la deuda, niveles de endeudamiento, etc., a la vez que inciden en las medidas de política fiscal. Además, es claro que existe una estrecha relación entre el control del costo de servicio de deuda y la reducción del nivel de endeudamiento. Un adecuado diseño y coordinación proporcionan a la estrategia de gestión de deuda y a la política fiscal un enfoque de mediano plazo, evitando que las presiones de corto plazo impacten de forma negativa en el perfil de riesgo del portafolio.

3.2 Administración de deuda pública: algunos hechos estilizados

Sobre la base de la encuesta que fuera enviada previamente a los países participantes en el SDM Forum, durante la conferencia se presentaron algunos hechos estilizados respecto a objetivos de la administración de la deuda, metas estratégicas, políticas de endeudamiento, transparencia, desarrollo de capacidades, entre otros. Así, se pudieron conocer los siguientes hechos estilizados:²⁵

²⁵ Cowan, K. E. Levy-Yeyati, U. Panizza y F. Sturzenegger (2006) presentan un análisis detallado de estos y otros hechos estilizados relativos al endeudamiento público.

- *Objetivos del gobierno para la gestión de la deuda:* En 2006, el principal objetivo (para el 58% de los países) es cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno; la segunda prioridad tiene que ver con minimizar el costo de servicio del endeudamiento, sujeto a un nivel dado de riesgo (48%), y la tercera, con promover el desarrollo del mercado doméstico de deuda (54%).
- *Estrategia de gestión de deuda y su implementación:* En 2006, un 32% de los países encuestados tiene metas estratégicas (benchmark de endeudamiento externo y/o interno); 34% cuenta con lineamientos generales explícitos, mientras que 34% no tiene ninguna estrategia formal de gestión de deuda pública. Además, para 81% de los países esta estrategia es pública, mientras que para el 19% restante no lo es.
- *Los mayores riesgos en el portafolio de deuda tienen que ver con el tipo de cambio:* para el 55% de los países este es el primer o segundo riesgo más importante; la tasa de interés fue mencionada por el 25% de los países como el segundo más importante; y, el riesgo de refinanciamiento (rollover): para un 50% éste ocupa el segundo y tercer lugar.²⁶
- Para enfrentar estos riesgos, un 48% de los países cuenta con lineamientos generales de gestión de endeudamiento. Adicionalmente, 27% ha establecido metas estratégicas (benchmark) a la deuda en moneda extranjera y 33% a la deuda denominada en moneda local.
- Se observa además, un *menor peso de deuda externa pública de economías emergentes:* de 18%/PIB (en 1998) ha pasado a 8%/PIB (en 2006). De forma paralela, la deuda interna ha ido ganando importancia.

3.3 Objetivos y características de la estrategia de gestión de deuda pública

Contar con una estrategia *sistémica e institucional* para la gestión de la deuda es importante para garantizar la implementación de *buenas prácticas*. Así, posibilita la rendición de cuentas; permite garantizar la transparencia, coherencia y simplicidad en la gestión y fortalece la credibilidad de las autoridades. Además, facilita la creación de un marco formal de política de endeudamiento público, sustentado en un adecuado marco legal e institucional, el desarrollo del mercado doméstico (primario y secundario) y de las capacidades del *staff* técnico. Una estrategia de mediano plazo

²⁶ En el caso del Ecuador, la no existencia de riesgo de variación del tipo de cambio nominal respecto del dólar norteamericano constituiría un factor que puede contribuir al desarrollo del mercado doméstico de deuda pública.

permite realizar una evaluación continua de los riesgos, costos y beneficios de las distintas opciones de endeudamiento público; definir los requerimientos (en mediano, corto y largo plazo) para su servicio, lo que repercute en una gestión eficiente y por resultados; facilita el seguimiento de la sustentabilidad y vulnerabilidad fiscal, ante cambios súbitos en el entorno doméstico o externo.

Además, una estrategia explícita de gestión de la deuda pública supone, en primer término, identificar e incluso hacer públicos los objetivos generales de la gestión de endeudamiento y establecer un marco referencial óptimo de *mediano plazo* respecto a la *composición* de la deuda. Además, la estrategia debe volver operativos los objetivos generales de la gestión de endeudamiento. Por último, debe identificar y administrar el trade-off entre costos y riesgos esperados en el portafolio del gobierno, esto de manera periódica y sobre la base de herramientas de análisis cuantitativo, como por ejemplo, stress test del portafolio frente a eventuales choques exógenos. Este tema se aborda en el siguiente acápite.

3.4 Herramientas y técnicas cuantitativas de análisis

Para analizar el costo y el riesgo en los portafolios de deuda pública, existen varias herramientas cuantitativas que proporcionan estimaciones de la sensibilidad de la deuda pública ante cambios en la tasa de interés y el tipo de cambio; permiten encontrar una composición óptima de la deuda pública para reducir el riesgo de mercado y de refinanciamiento; y, determinan distintos escenarios para el servicio de la deuda. En el SDM Forum se presentaron dos modelos utilizados para mejorar las estrategias de endeudamiento.

Se puede citar, por ejemplo, el modelo desarrollado por la OECD, que busca facilitar el cumplimiento del principal objetivo de la gestión de deuda pública: minimizar el costo de endeudamiento en el largo plazo, tomando en cuenta el riesgo. Este modelo, denominado '*Stochastic debt strategy simulation*', permite simular, para un horizonte dado, el costo del servicio de deuda, bajo diferentes estrategias de endeudamiento; además, las distribuciones de frecuencia del costo de endeudamiento, permiten cuantificar el trade-off entre el costo y riesgo esperados en cada estrategia.

En la misma línea, la Oficina de Gestión de Deuda -OGD del Perú ha desarrollado un modelo estocástico que, mediante simulaciones Monte Carlo, y sobre la base de series estadísticas de contratos de deuda, tasas de interés, tipos de cambio, calendario de pagos, volatilidades y correlaciones de las principales variables financieras genera escenarios (para distintos valores de tasa de interés y tipo de cambio) que permiten estimar el servicio anual de la deuda. El modelo

permite también cuantificar el riesgo relativo (ratio riesgo / servicio de deuda), ya sea para escenarios pasivos, que consideran sólo el perfil de pagos; o bien, para escenarios activos, que incluyen operaciones de manejo de pasivos.

Sobre este mismo tema, vale mencionar que en Ecuador se han desarrollado algunos modelos 'in house'.²⁷ A continuación se presenta un breve resumen de los objetivos de cada modelo, así como los principales resultados obtenidos a partir de su aplicación.

*Modelo contable de sostenibilidad*²⁸

Este modelo fue inicialmente desarrollado para estimar la sostenibilidad externa de la economía ecuatoriana; sin embargo, dado que el fundamento teórico es el mismo, se cuenta también con una aplicación para evaluar la solvencia del Gobierno Central. En lo que sigue se presenta una síntesis del modelo original.

El modelo simula escenarios dinámicos que permiten calcular el saldo comercial que garantiza el cumplimiento de la condición de solvencia externa.²⁹ Dada la importancia que tienen para la economía ecuatoriana, bajo un esquema de dolarización oficial del sistema monetario, el modelo incluye fuentes adicionales de financiamiento externo: remesas de emigrantes e inversión extranjera directa - IED.

El modelo parte de la ecuación clásica de la cuenta corriente, que puede expresarse como:

$$CC_{t+1} = B_{t+1} - B_t - IED_{t+1} = Y_{t+1} + rB_t - C_{t+1} - I_{t+1} - G_{t+1} + REM_{t+1}$$

donde B es el stock de activos externos netos, r la tasa de interés internacional, Y_{t+1} es el producto interno bruto, C_{t+1} el consumo privado, I_{t+1} la inversión, G_{t+1} el gasto del gobierno, REM_{t+1} las remesas de los trabajadores emigrantes y IED_{t+1} el flujo de la inversión extranjera directa.

²⁷ Véase Fernández (1999) y (2003), y Astorga, A. y Fierro-Renoy, V. (1997).

²⁸ Para un análisis más detallado del modelo y las variables que intervienen, véase Fernández (1999) y (2003).

²⁹ Aunque aquí se presenta el modelo aplicado al cálculo de la sostenibilidad externa, el mismo marco teórico sirve para estimar la sostenibilidad fiscal. Basta partir de la restricción presupuestaria del Gobierno Central y reemplazar el saldo comercial por el superávit primario del Gobierno Central. El modelo permite estimar para distintos escenarios, el superávit primario requerido para una determinada relación deuda pública / PIB.

A partir de la restricción intertemporal básica, según la cual el valor presente del stock deuda debe ser igual al valor presente del flujo neto de ingresos, es decir:

$$-(1+r)B_t = \sum_{s=t}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^{s-t} (TB_s + REM_s + IDE_s),$$

Es posible expresar el flujo de divisas necesario para cumplir con los compromisos externos como:

$$b_t = \frac{1}{\beta}(z_{t+1}) + \frac{1}{\beta^2}(z_{t+2}) + \dots + \frac{1}{\beta^N}(z_{t+N}) + \frac{1}{\beta^N}(d_{t+N})$$

donde b_t es el stock de la deuda de fin de período y z_t es la suma del saldo comercial, las remesas y la IED; todas las variables expresadas como porcentaje del PIB. N es el horizonte temporal promedio del vencimiento de la deuda y β es un factor de descuento que depende de la relación entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento del producto.

Puesto que interesa calcular el saldo comercial necesario para garantizar la solvencia externa, dado un nivel inicial de endeudamiento, se puede expresar la ecuación anterior como:

$$z_t = \frac{b_t}{\frac{1}{\beta} + \frac{1}{\beta^2} + \dots + \frac{1}{\beta^N}}$$

Esta ecuación permite calcular el saldo comercial que satisface la condición de sostenibilidad externa, dados ciertos supuestos de crecimiento económico, tasa de interés y horizonte de vencimiento (Cuadro 3).

Cuadro No. 3

Supuestos para el cálculo de la Sostenibilidad Externa

Tasa de interés real implícita sobre la deuda ⁽¹⁾	5%
Plazo promedio de vencimiento de la deuda	18 años
Crecimiento económico de largo plazo ⁽²⁾	4.7%
Remesas migrantes/PIB	6%
IED/PIB	2%
Deuda externa total/PIB ⁽³⁾	47.2%

Notas:

(1) Calculada como la relación entre el pago de intereses de corto y mediano plazo e intereses de mora, y la deuda externa total

(2) Tasa de crecimiento promedio post dolarización

(3) Porcentaje de endeudamiento a fines de 2005.

FUENTE Y ELABORACIÓN: BCE.

El modelo permite concluir que el máximo déficit comercial permitido, es decir, aquel que no pondría en peligro la condición de sostenibilidad de las cuentas externas, sería del orden del 5.3% del PIB. Por supuesto, esto se cumpliría siempre y cuando la relación deuda externa total/producto se mantuviese constante en los mismos niveles actuales (47% aproximadamente).

Lo que este resultado pone en evidencia es que la economía ecuatoriana puede permitirse tener un déficit comercial porque cuenta con importantes fuentes adicionales de financiamiento, como son, las remesas de los emigrantes. Si no se tomara en cuenta este rubro, de acuerdo al análisis clásico, el país sí tendría que generar superávit comercial para cumplir con los pagos.³⁰

Por tanto, se concluye que el Ecuador dispone aún de un 'espacio' de alrededor de USD 2.900 millones (USD 1.017 millones de superávit previsto para fines del año 2006 más un déficit 'permitido' de máximo USD 1.900 millones), equivalente al 8% del PIB. Un choque exógeno que eventualmente reduzca las exportaciones en ese monto, pondría en peligro la condición de sostenibilidad externa. Esta situación también podría darse, por ejemplo, en el caso de que en un año completo se

³⁰ Es importante también señalar que las exigencias en términos del resultado de balanza comercial se vuelven mayores a menor tasa de crecimiento económico, mayor nivel de endeudamiento y menor ingresos de divisas.

suspendan los desembolsos externos o el envío de remesas desde el exterior, por ese porcentaje.

Análisis de sostenibilidad de las Finanzas Públicas:

Astorga y Fierro-Renoy (1997) presentan un estudio del impacto de la deuda del Sector Público No Financiero (SPNF), enfocando el problema de la sostenibilidad del endeudamiento en el largo plazo. El análisis se concentra en dos temas: el de la sostenibilidad de la deuda pública externa ecuatoriana y el impacto macroeconómico de la deuda interna.

Partiendo del concepto de la restricción presupuestaria de largo plazo³¹,

$$(i - x) \frac{B}{Y} = \frac{I}{Y} - \frac{E}{Y} = \text{Resultado Primario}$$

Esta ecuación muestra que, si la tasa de interés real (i) es mayor a la tasa de crecimiento real de la economía (x), los ingresos propios del gobierno respecto del PIB (I/Y) deben exceder a los gastos primarios del gobierno respecto del producto (E/Y). Si, por el contrario, la tasa de interés real es menor o igual a la tasa de crecimiento real de la economía, un mayor porcentaje de endeudamiento público con relación al producto (B/Y) no requiere que los ingresos se incrementen o que los gastos primarios disminuyan.

A partir de este marco conceptual se construyen escenarios que presentan algunos ejercicios que intentan establecer cuáles serían las condiciones necesarias, en términos de resultado primario, a efectos de que el saldo de la deuda del sector público no financiero (SPNF) proyectado, sea sostenible en el largo plazo.

Actualmente, el Banco Central del Ecuador se encuentra diseñando y construyendo, sobre la base de la estructura presupuestaria del Gobierno Central (ingresos, gastos y financiamiento), un modelo de consistencia fiscal. Se espera, de esta forma, contar con una herramienta de análisis cuantitativo que permita realizar un seguimiento de la política fiscal. En una primera fase, el trabajo está enfocado exclusivamente al Gobierno Central; sin embargo, a futuro deberán realizarse esfuerzos para incorporar a todo el Sector Público no Financiero.

Por último, es conveniente mencionar que los modelos cuantitativos son sólo un soporte analítico de la estrategia de gestión. En ningún caso deben ser utilizados

³¹ Véase Astorga y Fierro-Renoy (1997) para los detalles del modelo.

como ‘cajas negras’ que proporcionan todas las respuestas, ya que los resultados dependen de los supuestos utilizados y son muy sensibles al contenido y alcance de una estrategia dinámica de gestión de deuda pública. Los modelos deben ser robustos, deben cumplir con el propósito para el que fueron diseñados y ser consistentes con el entorno particular en el cual se implemente una estrategia de administración de la deuda, ya que ayudan a complementar —mas no sustituir— juicios cualitativos al momento de diseñar y formular una estrategia de endeudamiento.

3.5 Experiencias e implementación de reformas institucionales

Alrededor del tema de la implementación de reformas estructurales, en el SDM Forum se analizaron algunas experiencias de países, enfocándose de manera especial en los aspectos institucionales y de desarrollo de capacidades, factores necesarios para llevar adelante una reforma en la estrategia de endeudamiento público.

Las reformas y acuerdos institucionales deben ser los pilares que soporten el diseño y la ejecución de toda estrategia de gestión de deuda pública, al tiempo que garanticen lo que se ha denominado ‘buenas prácticas’: gobernabilidad, objetivos claros, marco regulatorio adecuado, claridad en la definición de roles de las entidades involucradas, definición y consolidación de las funciones para la administración de la deuda en una sola dependencia, entre otras. Para lograr las reformas y los acuerdos se requiere de un esfuerzo institucional importante en términos de tiempo, recursos y el soporte político. Los países que han conseguido implementar reformas y buenas prácticas, no lo han hecho de un día para otro, sino a lo largo de varios años de esfuerzo y trabajo continuo; por tanto, se debe tener presente de que esta no es una tarea fácil y de corto plazo.

Los objetivos de la reforma deben estar dirigidos hacia la creación o el fortalecimiento de acuerdos intra e interinstitucionales de gobernabilidad y de coordinación público-privado, al desarrollo de procesos internos de gestión y a la creación de capacidades del personal para —de manera sostenible—:

- Empezar el diseño de una estrategia de mediano plazo de endeudamiento público, basada en un análisis técnico de costo y riesgo;
- Ejecutar la estrategia de modo eficiente, realizando una prudente gestión del riesgo y de los costos del financiamiento, incluyendo la posibilidad de un acceso cierto a fuentes alternativas de recursos;
- Definir claramente cuáles son las responsabilidades institucionales de las entidades involucradas en el proceso de gestión de la deuda, incluyendo espacios de coordinación público-privados; y,

- Contar con un marco legal explícito, que incluya además la legislación secundaria³², y que además sea consistente con prácticas vigentes en los mercados internacionales de valores.

Como se anotó, la implementación eficiente de una estrategia de administración de la deuda pública depende en gran medida del marco institucional, que incluye la definición de roles y responsabilidades de las entidades.

La tendencia de la región es ir hacia la constitución de Oficinas o Unidades de Administración de deuda pública. Así, de los países que respondieron al cuestionario enviado por el Banco Mundial (87 países), mientras en 1999, 54% tenían una 'middle office', en 2006, 81% cuenta con una unidad de este tipo. Entre las principales funciones que llevan a cabo estas oficinas se encuentran: desarrollo de una estrategia de gestión de la deuda pública, investigación, análisis de riesgo (tasa de interés y tipo de cambio) y reportes de desempeño.

Sólo como ejemplo, en el caso de Brasil, la estructura organizacional del Departamento de Deuda Pública fue modificada desde 1999, y oficialmente en 2001. Anteriormente, funcionaba con dos dependencias: deuda externa y deuda interna; pero sobre la base de la experiencia internacional de otras OGD, se redistribuyeron las responsabilidades en tres áreas separadas, según una estructura que permite la gestión más eficiente del endeudamiento:

- 'Front office': se encarga del análisis de corto plazo, negociación, emisiones y ejecución de transacciones de portafolio (proyecciones cash-flows, préstamos, inversiones de exceso de liquidez, operaciones de cobertura, entre otras).
- 'Middle office': realiza análisis de estrategias de gestión de costo y riesgo asociados al portafolio de deuda para mediano y largo plazo.
- 'Back office': efectúa la sistematización de estadísticas, programa de pagos, programación presupuestaria, control y monitoreo de deuda externa, etc.

La Oficina de Gestión de Deuda en Brasil es una dependencia que se encuentra bajo la responsabilidad del Tesoro Nacional, y funciona como el único departamento responsable de la gestión del endeudamiento público. Con la Ley de Responsabilidad Fiscal, el Banco Central del Brasil se encarga exclusivamente de la política monetaria a través de la emisión de bonos del Tesoro Nacional. El objetivo

³² A diferencia de la legislación primaria (Constitución, leyes orgánicas, y otras leyes aprobadas por el Parlamento), la legislación secundaria es la expedida por el Ejecutivo e incluye los decretos y regulaciones que determinan techos y composición del endeudamiento, procedimientos de financiamiento, requerimientos para desarrollar una estrategia de gestión de deuda, definición de responsabilidades y metas intermedias y finales del ejercicio presupuestario anual y plurianual, entre los más importantes

último es garantizar la separación entre las funciones de política monetaria y las de administración de la deuda pública.

En Colombia, por su parte, la gestión del endeudamiento público está articulada para asegurar el cumplimiento de los siguientes aspectos:

- Manejo del riesgo de activos y pasivos, con referencia a un portafolio *benchmark*.
- Coordinación entre las distintas unidades a cargo de política macroeconómica y política fiscal.
- Continuidad de la gestión, a través de varios años y ciclos económicos.
- Fortalecimiento de un programa concertado en sector público para desarrollo del mercado doméstico.

Además, se ha desarrollado una gestión estratégica para disminuir el riesgo cambiario, a través de, por ejemplo, la composición de las emisiones en los mercados doméstico e internacional, *swaps* de tipo de cambio, bonos global denominados en pesos, etc.

En el Foro se pasó también revista a algunos instrumentos que han sido desarrollados y están siendo utilizados en algunos países para mitigar riesgos contingentes, no vinculados directamente a los mercados (como son la tasa de interés o el tipo de cambio), pero que representan un alto riesgo para las finanzas públicas. Entre estos riesgos se encuentran los terremotos, inundaciones y otros desastres naturales. México y Colombia, por ejemplo, presentaron los instrumentos financieros que han desarrollado y que funcionan a través de Fondos de Contingencia ante este tipo de eventos catastróficos exógenos, permitiendo así transferir el riesgo y absorber los efectos negativos de los choques exógenos, reduciendo su impacto sobre la situación económica del país.

Hay que mencionar que aunque han habido avances importantes, sobre todo a partir de la crisis asiática, en cuanto a gestión del riesgo, sistemas de administración de deuda, y coordinación entre entidades públicas y privadas, hay todavía mucho por hacer. El desarrollo de una estrategia formal de gestión de deuda, el tratamiento de pasivos contingentes, la disponibilidad de información oportuna y exacta, la extensión del marco legal a fin de que cubra aspectos vinculados a la gestión del endeudamiento, son algunos de los desafíos a futuro para las economías emergentes y los países en desarrollo.

El Grupo de Deuda de Latinoamérica y El Caribe

En marzo de 2005, en la ciudad de Río de Janeiro, se creó formalmente, por iniciativa de catorce países de América Latina y el Caribe, y con el apoyo financiero del BID, el **LAC Debt Group**. Este se constituyó como un grupo de especialistas en gestión de deuda pública que buscan establecer la cooperación y el intercambio continuo de experiencias e información, a través de discusiones técnicas entre analistas y especialistas que trabajan en aspectos de back, middle y front office. Todo ello con el fin de lograr una mayor transparencia, coordinación e interacción de las oficinas de gestión de deuda (OGD) de los países participantes.³³ Al momento esta iniciativa reúne a 26 países de la región, entre ellos Ecuador.

Entre los objetivos del Grupo se pueden citar:

- Compartir experiencias y generar discusión en torno a temas técnicos y de política económica, abordando cuestiones de actualidad, en un foro que incluye especialistas de la región y expertos de organismos internacionales. En este contexto, se presentan estudios y se generan debates sobre herramientas analíticas de gestión de la deuda y las obligaciones.
- Lograr una mayor efectividad de las OGD en la región, a través de la identificación de las mejores prácticas y la interacción entre los gestores de deuda y la creación de una red que facilite el intercambio y la prestación de asistencia técnica, alrededor de temas de interés común.
- Mejorar el perfil de costo-riesgo de la deuda y reducir el costo de endeudamiento.
- Consolidar la armonización de normas y regulaciones a nivel regional.
- Promover el desarrollo mercados financieros y de capitales
- Crear marcos más homogéneos para el desarrollo de mercados de deuda pública y bonos del Estado.
- Consolidar un sistema de información a nivel regional

Desde el punto de vista del BID, la prioridad del Grupo debería centrarse en involucrar a los países participantes para que realicen un trabajo técnico y profesional en lo que tiene que ver con la gestión de la deuda pública.

En el marco del foro de discusión del LAC Debt Group, en mayo de 2006, los Ministerios de Economía y Finanzas de Ecuador y Colombia suscribieron un Convenio de Cooperación Técnica, las autoridades ecuatorianas consideraron al

³³ Véase el sitio web:
http://www.iadb.org/lac_debt_group/index.cfm?language=spanish&id_sec=1
para información completa sobre el mencionado grupo.

mercado interno de deuda pública como el eje fundamental para la consolidación del mercado de capitales y el desarrollo del mercado financiero de largo plazo. En este sentido, la cooperación se estableció con el fin de lograr la profundización del mercado de valores ecuatoriano, a través de una presencia diaria de los Creadores de Mercado en los sistemas de negociación con ofertas de títulos en volúmenes pequeños y medianos. Además se buscaba fomentar la confianza en los papeles de deuda pública, ampliar la cartera de inversionistas, mejorar el perfil de vencimientos y disminuir los costos de financiamiento. Asimismo, se esperaba construir una curva de rendimientos y precios para los títulos de deuda pública. La cooperación técnica con el Ministerio de Hacienda de Colombia, a través de su asesoramiento, diagnóstico, transferencia de información y conocimientos, iba a constituirse en un referente de apoyo.³⁴ No obstante, dada la alta rotación e inestabilidad de las autoridades en el Ministerio de Economía y Finanzas del Ecuador, dicho proyecto ha perdido el impulso inicial y no se han registrado avances significativos.

Un breve diagnóstico de la situación de la reforma en el Ecuador

El Ecuador se encuentra aún rezagado en esta materia, respecto a los demás países de América Latina y el Caribe. En Agosto de 2006, la CAF realizó el siguiente diagnóstico de la situación ecuatoriana:

La falta de una política de endeudamiento y de un enfoque estratégico para la gestión de la deuda pública, generan la pérdida del control de la estructura del portafolio, así como la imposibilidad de promover el desarrollo del mercado doméstico para papeles de deuda pública. Además, la magnitud del problema se encuentra agravada por la existencia de pasivos contingentes, y la falta de una coordinación y capacidad institucional.³⁵

En la misma línea, el BID ha manifestado que el marco institucional vigente en Ecuador es inconsistente, debido a que no existe un adecuado marco legal. La coordinación interinstitucional es insuficiente. A esto se suma la ausencia de una política y estrategia formal para la gestión de la deuda, así como la carencia de un marco metodológico que permita evaluar la capacidad crediticia de los prestatarios del sector público.³⁶

³⁴ Información tomada de la presentación 'Acuerdo para ayuda y cooperación en manejo de la deuda y en particular para el apoyo de la oficina de la deuda de Colombia a la oficina de la deuda de Ecuador' realizada por el MEF en la segunda reunión anual del LAC Debt Group, Cartagena, Abril, 2006.

³⁵ Ver Currie (2006).

³⁶ Ídem.

Por su parte, las principales conclusiones de la misión del Banco Mundial que realizó un diagnóstico de la gestión de deuda y el desarrollo del mercado interno en el Ecuador, en noviembre de 2006 fueron:

- i) se observan importantes progresos en términos de reducción y estructura del endeudamiento público, y de acceso a los mercados internacionales; no obstante, es necesario fortalecer la gestión en varias áreas. Por ejemplo, la estrategia de administración de deuda de la SCP es una estrategia de facto;³⁷ no se encuentra en ningún documento formal y no está basada en análisis sistemáticos de costo y riesgo; y,
- ii) a pesar de que el mercado doméstico para los papeles de deuda pública es incipiente y está limitado a pocos inversionistas (en su mayoría entidades del sector público), no se cuenta con un plan para desarrollar este mercado.

La atomización y dispersión del proceso de endeudamiento en el Ecuador, así como la ausencia de una unidad técnica de análisis y gestión de mediano plazo en el MEF, se reflejan en la falta de una estrategia de endeudamiento público que cumpla con las características expuestas en las secciones anteriores de este documento, y que en el caso ecuatoriano permitiría además reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas a choques exógenos.

En un contexto así, las soluciones de mediano y largo plazo son urgentes y deben estar enfocadas, de modo prioritario, en el fortalecimiento de la institucionalidad. Para ello es necesario revisar el marco legal vigente, incluyendo la legislación secundaria que es la que define la responsabilidad de las entidades involucradas en la estrategia, de las que no se puede excluir al sector privado, en particular al sistema financiero privado. Así, el marco legal debe incluir de manera explícita el objetivo de reducir el costo de endeudamiento, dentro de límites predefinidos de riesgo, así como de desarrollar el mercado doméstico.

Por otro lado, la existencia de grupos técnicos ad hoc, que han surgido en el Ecuador para tratar temas específicos como por ejemplo, un plan de reducción de deuda, deberían ser formalizados a través de regulaciones apropiadas y términos de referencia detallados. Otra alternativa sería la restitución de una Unidad Técnica de Endeudamiento, o bien ampliar el mandato de la Comisión Técnica, incorporando ciertas funciones clave como la de preparar un análisis de sustentabilidad de la deuda, que integre la estrategia de reducción de deuda con la elaboración de la

³⁷ A criterio del Banco Mundial (2006), la gestión de deuda pública en el Ecuador está dirigida a cumplir con las reglas macrofiscales contempladas en la LOREYTF y tiene como objetivos: ganar acceso a los mercados de capital, maximizar el fondeo con los multilaterales, garantizar liquidez a la caja fiscal a través de los CETES, bajar el costo de endeudamiento externo prepagando deuda cara, y suavizar los pagos por servicio.

política de endeudamiento; aprobar las solicitudes de endeudamiento público; implementar la estrategia de deuda del país, entre otras.

En la línea de la estructura que está adoptando la mayoría de los países de la región, una opción sería la reorganización o creación como parte del MEF de una Front office que implementaría la estrategia de endeudamiento, llevaría a cabo las negociaciones y emisiones de papeles en el mercado doméstico; una Middle Office, encargada de establecer la estrategia y los lineamientos del endeudamiento público, tomando en cuenta análisis de costo y riesgo y otras herramientas analíticas, análisis de sostenibilidad de la deuda, seguimiento del servicio y proyecciones del stock de deuda, monitoreo de los mercados de capital, así como la coordinación, producción de estadísticas, y la preparación y publicación de reportes. Y finalmente, una Back office encargada del pago del servicio de deuda, sistemas de manejo de información y las bases de datos, monitoreo contable y presupuestario, administración de tesorería, entre otras funciones. A criterio del BCE, una oficina técnica debería “coordinar de modo integral la política de endeudamiento público, a fin de racionalizar y optimizar los recursos provenientes de la deuda en el marco de las metas establecidas en la Ley de Responsabilidad Fiscal”,³⁸ o como se mencionó, incluso analizar la posibilidad de introducir reformas a esta normativa, que fundamente y oriente institucionalmente el manejo de la deuda pública.

A corto plazo es fundamental realizar análisis sistemáticos de sostenibilidad, riesgo y evaluación de la demanda; así como racionalizar el proceso de emisión de papeles, por ejemplo a partir de la desmaterialización de títulos, mejorando las previsiones de financiamiento, y simplificando el proceso de autorización de endeudamiento. Es importante también publicar de forma periódica los objetivos y directrices que orientan la gestión de deuda pública, como es la estrategia para cubrir las necesidades de financiamiento del Gobierno Central y para minimizar el costo de financiamiento; asimismo, se debe alertar acerca de los principales riesgos.³⁹

3. A manera de conclusión: el diseño y la implementación de reformas

Las reformas y acuerdos institucionales, públicos y privados, deben ser los pilares que soporten el diseño y la ejecución de toda estrategia de gestión de deuda pública, y garanticen lo que se ha denominado ‘buenas prácticas’. Para lograr estas reformas y acuerdos se requiere de un esfuerzo institucional importante en términos

³⁸ Banco Central del Ecuador (2003)

³⁹ Puede revisarse por ejemplo el documento ‘Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamiento, 2007’, del Tesoro Nacional de Brasil, en donde se exponen la estrategia anual de financiamiento, así como los principales riesgos que podrían amenazar el cumplimiento de los objetivos de la gestión de corto y mediano plazos.

de tiempo, recursos y el soporte político, pues se trata de un proceso que puede tomar varios años y demandar de esfuerzo y trabajo continuos.

El marco institucional y legal, en lugar de limitarse sólo a los aspectos funcionales del endeudamiento, debería ampliarse con un enfoque que abarque tanto los objetivos básicos de la administración de la deuda pública, como el desarrollo de la estrategia para su gestión. La secuencia de la reforma y las políticas a nivel micro, tales como los mecanismos y estrategias de emisión incluyendo la desmaterialización de títulos de deuda, el monitoreo del riesgo, el acercamiento a los inversionistas extranjeros y nacionales (especialmente privados), son aspectos que deben ser tomados en cuenta.

El diseño de una reforma que busque desarrollar y consolidar una estrategia de gestión de la deuda pública no puede prescindir de ciertos elementos, tales como:

- (i) Crear un entorno institucional, público y privado, que pueda facilitar el cambio: fortalecer la estructura organizacional, ya sea mediante la conformación de un grupo de trabajo, comité de coordinación interinstitucional o islas de excelencia⁴⁰; además, hay que volver más eficiente a la unidad operativa e impulsar la creación de una *'middle office'* para contar con análisis técnicos y sistemáticos de costo y riesgo.
- (ii) Mejorar los sistemas información, a fin de que sean transparentes y confiables; impulsar la integración y divulgación permanente de las estadísticas e indicadores de deuda pública, para que tanto el MEF como el BCE puedan cumplir, cada uno su rol, de manera objetiva. Así, el BCE podrá realizar sus propias proyecciones para el pago del servicio de la deuda, y el MEF cumplir con la administración de los fondos públicos. Asimismo es importante que cada entidad actuante esté informada de lo que debe hacer por ley; y que la sociedad sepa lo que se ha hecho y lo que se está haciendo en lo relativo a los trámites de deuda pública.
- (iii) Como resultado de lo anterior, la sociedad estaría en capacidad de demandar periódicamente a las autoridades análisis de tipo costo-beneficio para cada una de las solicitudes de deuda pública que se encuentren en trámite o en proceso de ser aprobadas.
- (iv) Poner en práctica los principios y prácticas sanos para la administración del endeudamiento.

⁴⁰ Estos departamentos son una suerte de enclaves técnicos creados con soporte financiero y asesoría de organismos internacionales. Esta estrategia, sin embargo, tiende a fragmentar los acuerdos interinstitucionales a la vez que puede distorsionar los esfuerzos del gobierno por mejorar las capacidades de los servidores a nivel de todo el sector público.

Todo esto permitiría, además, sentar las bases para establecer ciertos criterios técnicos mínimos para calificar a un contrato de deuda como ilegítimo,⁴¹ en la línea de lo planteado por el gobierno actual.

Es fundamental considerar a la reforma como un proceso continuo. Por lo tanto, su sostenimiento en el tiempo requiere, en primer lugar, del compromiso del gobierno para llevar adelante y mantener la reforma; en otras palabras, que haya una apropiación del programa. El papel de los administradores es fundamental. Como ya se anotó, la conformación de equipos técnicos de trabajo, conformados por mandos medios, puede ser un mecanismo para garantizar la estabilidad del programa. Por último, la integración de la reforma a un proyecto más amplio (reforma del sector público, por ejemplo), aseguraría su sostenibilidad y financiamiento.

La lección más importante y por consiguiente la principal tarea es, sin embargo, la necesidad de contar con un programa de reforma específico ('taylor-made'), guiado por el principio '*Good fit*' antes que '*best practice*'. Dicho programa debe integrar todos los puntos que se han mencionado, ya que son igualmente importantes, y debe reflejar las prioridades y el entorno específico del país. De hecho, cada país debe revisar sus fortalezas y debilidades institucionales a fin de definir las áreas prioritarias de reforma.

Varios, si no todos los puntos abordados en el Foro, deberían ser tomados en cuenta en el diseño de una estrategia de endeudamiento público en el Ecuador. Por ejemplo, es imprescindible emprender una reforma que apunte hacia el fortalecimiento institucional de las entidades vinculadas a la gestión de la deuda, lo que debe incluir necesariamente la creación de capacidades. Asimismo, es necesario desarrollar modelos analíticos de costo y riesgo que permitan construir escenarios para realizar proyecciones de perfil de pagos, evaluación de la sostenibilidad de las finanzas públicas, etc. Además, dada la tendencia creciente de la deuda externa privada, es necesario, a futuro realizar un análisis de sostenibilidad y seguimiento del endeudamiento privado.

Por todo lo expuesto, se vuelve necesario trabajar de manera conjunta con la Subsecretaría de Crédito Público del Ministerio de Economía y Finanzas para, a través de un equipo de trabajo interinstitucional, llevar adelante tareas prioritarias relativas a la gestión de la deuda pública, así como para discutir alrededor de propuestas de corto, mediano y largo plazos.

⁴¹ Véase Anexo 2.

Bibliografía

- Astorga, A. y Fierro-Renoy, V. (1997), 'Deuda pública consolidada: sostenibilidad e implicaciones macroeconómicas', Nota Técnica 39, Banco Central del Ecuador, marzo.
- Banco Central del Ecuador (2003), 'Evaluación y Seguimiento Macroeconómico', Tercer Trimestre de 2003.
- Banco Mundial (2006), 'Ecuador Public Debt Management and Domestic Debt Market Development. Assessment Report', Draft, Noviembre.
- BID-CEMLA (sin fecha), *Evaluación del Sistema de la Administración de la Deuda*, mimeo.
- CDES (2002), *La Revuelta en el Patio Trasero. Deudas Ilegítimas y Derechos Humanos. El Caso Ecuador-Noruega*, www.cdes.org
- Cowan, K. E. Levy-Yeyati, U. Panizza y F. Sturzenegger (2006), 'Sovereign Debt In The Americas: New Data and Stylized Facts', Versión preliminar, Junio. En el sitio del Grupo de Deuda de América Latina y el Caribe.
- Currie E. (2006), 'Estrategias de Endeudamiento en la Gestión de la Deuda Pública', Taller 'Diseño de una Estrategia de Gestión de la Deuda Pública', Banco Mundial, Quito, Julio – Agosto.
- Fernández, G. (1999), 'Análisis empírico de la sostenibilidad externa: el caso del Ecuador', Nota Técnica 56, Banco Central del Ecuador, julio.
- Fernández, G. (2003), 'Una revisión de la sostenibilidad del sector externo de la economía ecuatoriana', Apunte de Economía 32, Banco Central del Ecuador, Agosto.
- Grupo de Deuda de Latinoamérica y el Caribe (LAC Debt Group), información del sitio web:
http://www.iadb.org/lac_debt_group/index.cfm?language=spanish&id_sec=1
- Ministerio de Economía y Finanzas (2006), 'Acuerdo para ayuda y cooperación en manejo de la deuda y en particular para el apoyo de la oficina de la deuda de Colombia a la oficina de la deuda de Ecuador', Segunda Reunión Anual del LAC Debt Group, Cartagena, Abril.
- Secretaria do Tesouro Nacional (2007), 'Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento, 2007', No. 7, Brasília.

Anexo No. 1**Otros temas discutidos en el SDM Forum**

- 1. Desarrollo del mercado de bonos. El papel de los ‘managers’ del endeudamiento público:** El desarrollo de los mercados domésticos es de altísima prioridad en vista de que los países buscan reducir el costo y el riesgo de sus portafolios de deuda. Las experiencias analizadas muestran que países como Indonesia y Turquía han sustituido las fuentes externas por el financiamiento en el mercado doméstico. Adicionalmente, en esta sesión se discutió, sobre la base de lo ocurrido en países como México y Sudáfrica, cómo los funcionarios públicos que tienen a su cargo la gestión de la deuda, pueden jugar un papel crítico. Las cuestiones claves que se deben resolver son: i) Cómo diseñar e implementar las reformas; ii) Cómo controlar o mitigar los riesgos en este proceso; iii) Cómo desarrollar el mercado de manera eficiente; y, iv) Cuál es el papel de los managers. El asunto es complejo y de largo alcance ya que las reformas afectan a numerosos actores, requieren de la creación de mercados, de infraestructura (sistemas de información, trading, etc.). El reto principal que enfrentan quienes tienen a cargo la estrategia es el diseño de un programa de reforma de tipo ‘taylor-made’ que conjugue principios y prácticas sanos, y especificidades del país. Es fundamental diseñar una secuencia de reforma y políticas a nivel micro: mecanismos y estrategias de emisión, monitoreo del riesgo, acercamiento a los inversionistas extranjeros.
- 2. El marco contable necesario para la gestión de la deuda:** Se resaltó la necesidad de fortalecer el manejo prudente del endeudamiento público, a través de transparencia de información, rendición de cuentas, diseño de mecanismos de *enforcement*, auditorías independientes, entre otros. Se requiere además de una evaluación continua de riesgos, costos y beneficios que considere la magnitud del endeudamiento, los requerimientos para su servicio, una gestión eficiente y los resultados. La presentación se centró en el papel de las instituciones de auditoría, cuyas funciones son: promover las mejores y más sanas prácticas gubernamentales, propiciar una gestión eficiente y profesional de la deuda pública, cuantificar y monitorear su sustentabilidad con el objetivo de evitar la vulnerabilidad fiscal, fortalecer y ampliar la información relativa a deuda pública, regulación, rendición de cuentas. Se presentó además una serie de guías metodológicas para realizar la auditoría.
- 3. El acceso al mercado internacional de capitales:** Teniendo en cuenta que en los últimos años el entorno internacional ha cambiado de manera bastante significativa para los países prestatarios, aparecen nuevas oportunidades pero

también nuevos retos. Se analizó el impacto de estos cambios tanto desde el punto de vista del inversionista como del país demandante de fondos.

4. **El desarrollo de capacidades (*capacity building*).** Este tema fue tratado como uno de los mayores desafíos que enfrentan los países, pues deben no sólo desarrollar sino también mantener un alto nivel técnico entre los funcionarios (staff). Las limitaciones presupuestarias, la falta de flexibilidad en las prácticas del recurso humano que presta servicio civil, la falta de oportunidades para capacitación continua, y sobre todo, la altísima rotación de los mandos medios y altos, fueron mencionados como los principales problemas que han enfrentado países tan diferentes como Líbano, Colombia y Bulgaria. Se revisaron además algunas acciones adoptadas para fortalecer las capacidades, concluyendo que la mejor solución sería fortalecer la institucionalidad gubernamental en general, pero esta es una tarea de largo aliento. En el más corto plazo se tienen que tomar acciones como capacitación on-the-job, incentivos para desarrollar la carrera profesional, contratación de consultorías y asesorías externas, etc.

Anexo No. 2

La Deuda Ilegítima

Las deudas ilegítimas poseen determinadas características⁴², las cuales son analizadas con más detalle en esta sección, así como el caso concreto de la cancelación de la deuda contratada por varios países en desarrollo (entre ellos Ecuador, con el gobierno noruego).

Las deudas se denominan *ilegales* si el contrato de endeudamiento no respeta las normas y procedimientos legales básicos del país que contrae el préstamo. Este es el caso, por ejemplo, si una persona que no se está legalmente autorizada por el Estado, firma por el préstamo. Por tanto, es responsabilidad compartida tanto del acreedor como del deudor garantizar que los acuerdos crediticios cumplan con todas las normas y procedimientos legales.

Las deudas se definen como *odiosas* si el préstamo no benefició o perjudicó a la población de la nación deudora; si la población de la nación deudora no otorgó su consentimiento para contraer el préstamo; aun así, el acreedor procedió a desembolsar el crédito. Estos préstamos están asociados con regímenes dictatoriales que aceptaron créditos por razones estratégicas y geopolíticas.

Las deudas *ecológicas* provocan un daño ambiental y/o a las poblaciones locales en el país deudor, al tiempo que el acreedor conoce de estos impactos negativos.

La deuda *ilegítima* constituye una categoría mucho más amplia. Se aplica, por ejemplo, a proyectos para el desarrollo que fueron mal concebidos y por consiguiente nunca debieron haber sido financiados.⁴³ La deuda cancelada por el gobierno noruego, caso que se analiza con detalle más adelante, es un ejemplo de deuda ilegítima.

De acuerdo a Hanlon (citado por CDES, p. 12) la deuda ilegítima “[n]o incluye préstamos que fueron legítimos, pero que ahora el prestatario no tiene la solvencia

⁴² De acuerdo a las características, a este tipo de deudas se las puede clasificar en cuatro categorías: deudas ilegales, deudas odiosas, deudas ilegítimas, y deudas ecológicas.

⁴³ Un ejemplo de esto es la central nuclear de Bataan en Filipinas. El costo fue de USD 2.300 millones, y nunca fue utilizada debido a que se encuentra construida sobre una falla sísmica al pie de un volcán. La central nuclear fue financiada por la agencia de créditos de exportación de Estados Unidos, Ex-Im Bank, el Union Bank de Suiza, el Banco de Tokio y Mitsui & Co, entidades que continúan recibiendo los pagos correspondientes (véase sitio web choike.org).

para pagarlos, ni ellos que el prestatario argumenta que deben ser deducidos por otras reclamaciones”.

Es responsabilidad conjunta tanto de los países deudores como de los acreedores asegurar que los acuerdos crediticios reflejen las aspiraciones del país deudor y no sean concedidos por razones exclusivamente políticas. De garantizarse a los acreedores que siempre se les pagará el dinero, tal como lo estipula el sistema actual, se genera un problema de riesgo moral, es decir, un incentivo para que tanto deudores como acreedores actúen de forma irresponsable. Por ello, varios grupos de la sociedad civil han ejercido presión para que los principios de responsabilidad compartida se encuentren comprendidos en la gestión de la deuda externa.

Por lo tanto, es necesario desarrollar la argumentación sobre la ilegitimidad de una deuda. Se proponen dos distinciones que se deben hacer al momento de la evaluación de responsabilidad de un acreedor: el propósito actual del préstamo y las condiciones que conlleva (CDES, p. 14).

El caso de la deuda con Noruega⁴⁴

La Flota Bananera Ecuatoriana (FBE) compró, entre los años 1976-80, cuatro barcos frigoríficos a un astillero noruego, por un valor de USD 52.5 millones, los cuales fueron financiados por el Gobierno de Noruega, a través de la Agencia Noruega de Garantías para la Exportación (GIEK)⁴⁵ y con aval del Gobierno ecuatoriano. Cuando, en 1987, quebró la FBE, el Estado ecuatoriano (TRANSAVE) asumió el saldo de la deuda pendiente de pago (USD 26.2 millones). De este saldo, USD 13.5 millones fueron renegociados con el Club de París y el saldo mediante préstamos bilaterales. En 2001, a pesar de haber cancelado el crédito bilateral, el Estado ecuatoriano adeudaba al Club de París alrededor de USD 50 millones, debido a las condiciones financieras aplicadas⁴⁶.

Se debe señalar que la exportación de esos barcos se realizó para asegurar el empleo en una industria naviera que se encontraba en crisis, tal como lo reconoció el

⁴⁴ Jubileo 2000, Red Guayaquil, <http://www.choike.org/nuevo/informes/4687.html>. En CDES (2002) se puede consultar todo el Informe de investigación la deuda externa ecuatoriana con el gobierno de Noruega.

⁴⁵ En esa época, Noruega contaba con una política de apoyo a la exportación de barcos a los países en desarrollo (tales como Ecuador, Perú, Jamaica, Egipto, Sierra Leona, Birmania y Sudán).

⁴⁶ Hay que agregar que “El uso asignado a estas naves y los beneficios generados durante el período comprendido entre 1987 y 1996, se desconoce, al igual que el valor en el que fueron vendidas y el paradero final de estos barcos”. (CDES, p. 41).

gobierno noruego en 1998, mas no como consecuencia de un análisis objetivo de las necesidades de desarrollo del país comprador de los barcos. A criterio de Jubileo 2000, la ilegitimidad de esta deuda proviene de las siguientes causales:

- a) El crédito no obedecía al interés de Ecuador sino al de los astilleros de Noruega;
- b) el procedimiento fue ilegal porque no se realizaron las evaluaciones sobre la viabilidad técnica y financiera del proyecto requeridas para su evaluación;
- c) es ilegal que el Estado avale y asuma deudas privadas;
- d) tanto la usura (14% de interés) como la capitalización de intereses aplicadas a la deuda ecuatoriana con el Club de París son prácticas condenadas por la ley.

En este contexto, el Tribunal sobre Leyes y Moral, dentro de la campaña noruega para la cancelación de la deuda del Tercer Mundo), en noviembre de 2002, hizo la primera denuncia y pidió la anulación total de esta deuda. En el mismo sentido, el Centro de Derechos Económicos y Sociales de Ecuador (CDES) presentó en el 2002 una denuncia ante la Comisión de Control Cívico de la Corrupción de Ecuador (CCCC), solicitó su investigación y pidió su anulación. La respuesta de la CCCC fue favorable al Ecuador, por lo que exhortó a las autoridades ecuatorianas a solicitar vía diplomática, la cancelación de las obligaciones contraídas a esa deuda con el Club de Paris, por considerarla ilegítima⁴⁷. Hay que destacar que el rol de la sociedad civil ecuatoriana para presionar por la cancelación de esta deuda, y para fundamentar su carácter de ilegítima, ha sido de especial relevancia.

En Noruega se ha ejercido presión social, a través de la Campaña Noruega para la cancelación de la Deuda (SLUG), solicitando al gobierno “la inmediata cancelación del 100% de todas las deudas que tienen sus orígenes en la Campaña de Exportación Naviera, que incluye al Ecuador, puesto que la deuda es ILEGITIMA” (CDES, p. 42), debido a que el acreedor actuó de manera ilegítima y los propósitos de estos préstamos NO estaban dirigidos a elevar el bienestar de la sociedad ecuatoriana. Por su parte, el gobierno noruego admitió que la concesión de estos créditos fue “una política fallida”; que los préstamos otorgados en estos casos particulares fueron irresponsables y estuvieron motivados por asuntos internos más que por análisis objetivos de las necesidades de desarrollo de los países involucrados. El Estado ecuatoriano también fue responsable al haber asumido una

⁴⁷ La conclusión del Informe de investigación es que el “préstamo viola el espíritu y el sentido de la ayuda y la cooperación internacional reconocida en el Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales, PIDESC, aprobado por la Asamblea General de las Naciones Unidas el 16 de diciembre de 1966, Arts. 1.2,11.1 y 22, puesto que “la asistencia y la cooperación internacionales” debe estar “basada en el principio de beneficio reciproco” debiendo impedirse la privación “a un pueblo de sus propios medios de subsistencia” sin perjuicio “de las obligaciones que derivan de la cooperación económica internacional.” (CDES, p. 46).

deuda privada bastante onerosa, por la compra de barcos cuyo paradero hasta la fecha se desconoce.

En este contexto, en octubre de 2006, el Ministro noruego de Desarrollo Internacional anunció que Noruega cancelaría, en 2007, de forma unilateral y sin condiciones, el saldo de las deudas ilegítimas por USD 80 millones que mantienen 5 países: Egipto, Ecuador, Perú, Jamaica y Sierra Leona. Al 30 de junio de 2006, los saldos de la deuda correspondiente a la exportación naviera se repartían así:

Cuadro No. 1

Saldos adeudados a Noruega en el marco de la exportación naviera

PAÍS	Deuda en NOK millones
Myanmar	1 579
Sierra Leona	60
Sudán	772
Perú	48
Ecuador	225
Jamaica	19
Egipto	168

De esta manera, Noruega rompió con la regla tácita de solidaridad entre acreedores, los cuales se han agrupado para insistir en que los países deudores paguen sus deudas, al tiempo que se han negado a admitir su corresponsabilidad por haber otorgado ciertos préstamos de forma irresponsable, a menudo con fines estratégicos y geopolíticos. El caso de Noruega sienta un precedente que otros países seguramente habrán de seguir.

En lo internacional la posición del gobierno noruego confirma que en el problema del endeudamiento existe una corresponsabilidad de los acreedores y cuestiona los espacios de resolución de problemas de deuda, en los cuales los acreedores son juez y parte, como el caso del Club de París. Además el caso puede significar un nuevo momento en la lucha internacional contra la deuda ilegítima, el cual en lo esencial signifique que se pueda discutir soluciones justas y definitivas el problema de la deuda. En el ámbito nacional, esta decisión enfatiza la necesidad de identificar la legitimidad o no del conjunto de créditos internacionales contratados por el país, para lo que es necesario procesos de auditoría serios y permanentes.

Anexo No. 3**Requisitos para la contratación de deuda pública**

Los cuadros siguientes resumen los trámites necesarios para contratar créditos, así como las entidades responsables de cada etapa del proceso.

Cuadro No. 1**requisitos para contratación de créditos externos e instituciones responsables**

TRAMITE	RESPONSABLE
1.- Disponer del Convenio de Crédito negociado.	Multilaterales-MEF
2.- Contar con Partidas presupuestarias de desembolsos, gastos y servicio de la deuda.	Sub. Crédito Público
3.- Dictamen de prioridad del proyecto.	SENPLADES
4.- Vialidad económica, financiera y social del proyecto.	Sub. Inversión Pública
5.- Informe y solicitud de dictámenes.	Sub. Crédito Público
6.- Dictámenes de Ley.	Directorio Banco Central Procuraduría General del Estado
7.- Informe al Ministro de Economía, Resolución y Decreto Ejecutivo.	Sub. Crédito Público Subsecretaría Jurídica
8.- Suscripción Decreto Ejecutivo y Publicación en el Registro Oficial.	Presidencia de la República
9.- Delegación y firma Convenio de Crédito.	MEF
10. Registro en el MEF y Banco Central del Convenio de Crédito.	MEF – Banco Central

FUENTE Y ELABORACIÓN: SCP-MEF.

Cuadro No. 2**Requisitos para contratación de deuda interna e instituciones responsables**

TRAMITE	RESPONSABLE
1.- Disponer del Estudio para la Emisión	Sub. Crédito Público
2.- Exposición de motivos que justifiquen la emisión	Sub. Crédito Público
3.- Contar con Partidas presupuestarias	Sub. Crédito Público
4.- Certificado de prioridad del proyecto	SENPLADES
5.- Calificación de viabilidad económica, financiera y social del proyecto	Sub. Inversión Pública
6.- Informe al Subsecretario de Crédito Público y solicitud de dictámenes.	Sub. Crédito Público
7.- Dictámenes de Ley	Directorio Banco Central SENPLADES Procuraduría General del Estado
8.- Informe al Ministro de Economía.	Sub. Crédito Público
9.- Resolución y Decreto Ejecutivo	Subsecretaría Jurídica
10.- Suscripción Decreto Ejecutivo y Publicación en el Registro Oficial	Presidencia de la República
11.- Escritura Pública de emisión	Subsecretaría Jurídica
12.- Registro de la Escritura Pública en el MEF y Banco Central	MEF – Banco Central

FUENTE Y ELABORACIÓN: SCP-MEF.

El procedimiento y los requisitos para emisión y colocación de títulos valores en los mercados externos son básicamente los mismos que para la contratación de deuda, conforme se resume en el cuadro siguiente.

Cuadro No. 3**Requisitos para emisión y colocación de títulos valores en los mercados externos**

TRAMITE	RESPONSABLE
1.- Disponer del Estudio para la Emisión	Sub. Crédito Público
2.- Contar con Partidas presupuestarias	Sub. Crédito Público
3.- Definición contrato Banca de Inversión	Vice Ministro
4.- Dictamen de prioridad del proyecto	SENPLADES
5.- Vialidad económica, financiera y social del proyecto	Sub. Inversión Pública
6.- Informe y solicitud de dictámenes	Sub. Crédito Público
7.- Dictámenes de Ley	Directorio Banco Central Procuraduría General del Estado
8.- Informe al Ministro de Economía, Resolución y Decreto Ejecutivo	Sub. Crédito Público Subsecretaría Jurídica
9.- Suscripción Decreto Ejecutivo y Publicación en el Registro Oficial	Presidencia de la República
10.- Revisión legal de documentos de la Emisión	MEF – Banca de Inversión
11.- Firma de Convenios de Emisión y otros	MEF
12.- Registro en el MEF y Banco Central	MEF – Banco Central

FUENTE Y ELABORACIÓN: SCP-MEF.