

La sostenibilidad de la deuda pública

Ricardo Martner y Varinia Tromben

Aunque en América Latina los coeficientes deuda pública/PIB siguen siendo en general más bajos que en otros países emergentes, no han podido evitarse los problemas de liquidez, lo que algunos autores atribuyen al bajo nivel y alta volatilidad de los ingresos públicos, la debilidad de los sistemas financieros internos y la mediocre calidad de las instituciones fiscales. Este artículo destaca también factores exógenos. La combinación de un escaso crecimiento económico y de devaluaciones en el marco de pasivos dolarizados generó una inmensa bola de nieve, debida en buena parte al denominado “pecado original”: la imposibilidad para un país emergente de endeudarse externamente en su propia moneda. Aunque el esfuerzo por controlar la dinámica de la deuda pública seguirá siendo principalmente interno, la sostenibilidad de mediano plazo de dicha deuda pasa por iniciativas de las instituciones financieras internacionales tendientes a mejorar las condiciones de endeudamiento público en los países emergentes.

Ricardo Martner
Jefe Área de Políticas Presupuestarias
y Gestión Pública

 rmartner@eclac.cl

Varinia Tromben
Asistente de Investigación

 vtromben@eclac.cl

Instituto Latinoamericano y del Caribe
de Planificación Económica y Social (ILPES),
CEPAL

I

Introducción

En el período 1998-2002, que se ha dado en llamar “la media década perdida”, la deuda pública creció considerablemente en varios países de América Latina. En promedio, coincidiendo con la reversión del ciclo macroeconómico, el peso de la deuda pública del gobierno central aumentó de 35,6% a 51,9% del PIB (sin considerar Nicaragua). Esta situación ilustra la vulnerabilidad recurrente de las finanzas públicas en América Latina: cuando los flujos de capital disminuyen drásticamente, la reducción del nivel de actividad y el aumento del costo de la deuda pública externa —en caso de haber depreciación cambiaria— agudizan las necesidades de financiamiento del sector público en períodos de escasez de fuentes de financiamiento.

Además de la cesación de pagos de Argentina y de la reestructuración de la deuda externa pública en Uruguay, en los últimos años ha habido serios problemas de liquidez en muchos otros países latinoamericanos, al punto de que no hubo emisión de bonos soberanos durante buena parte del 2002. ¿Era previsible esta situación? Probablemente sí, pues las finanzas públicas se hicieron muy vulnerables a la coyuntura, debido a la combinación de un fuerte endeudamiento externo de corto plazo y tipos de cambio fijos o sobrevaluados. Es indudable que la valoración de la sostenibilidad de la deuda no se puede desvincular de la capacidad de generación de divisas del país y de la solidez de los regímenes cambiarios imperantes.

Aunque muchos países hicieron significativos esfuerzos por reducir la deuda a principios de la década de 1990, la presencia simultánea de altas tasas de interés,¹ de alzas del tipo de cambio en los casos en que la deuda pública tiene un componente externo significativo, y de episodios recesivos, ha tenido consecuencias devastadoras sobre las finanzas públicas. En varios países, el presupuesto fiscal se ha visto envuelto en una dinámica explosiva de crecimiento de la deuda —del tipo bola de nieve— en la que el servicio de la deuda por lo general absorbe una proporción creciente de los ingresos fiscales.

La combinación de escaso crecimiento económico y grandes depreciaciones de las monedas locales,

en el marco de pasivos dolarizados, ha desempeñado un papel preponderante en las crisis recientes. Gran parte de la bola de nieve proviene del denominado “pecado original”,² definido como la imposibilidad para un país emergente de endeudarse externamente en su propia moneda o de endeudarse a largo plazo, incluso en el mercado interno. Los mercados financieros incompletos se caracterizan por fragilidades estructurales originadas por el descalce de monedas (cuando los proyectos que generan recursos en moneda local son financiados en divisas) y el descalce de plazos (cuando los proyectos de largo plazo son financiados por préstamos de corto plazo).

El pecado original explica así el “miedo a flotar”, comportamiento característico de las autoridades en la década de 1990 (Calvo y Reinhart, 2002). Las fluctuaciones del tipo de cambio han sido sin embargo inevitables, y generan fuertes efectos de riqueza cuando hay descalce de monedas entre activos y pasivos, lo que incrementa el riesgo de cesación de pagos del sector público y limita fuertemente la eficacia de la política monetaria (Céspedes, Chang y Velasco, 2002).

Aunque en general los coeficientes deuda pública/PIB —indicadores habituales de la solvencia de largo plazo del sector público— siguieron siendo comparativamente más bajos en América Latina,³ no se pudo evitar en la región los problemas de liquidez de corto plazo, que tanto dañan la credibilidad de los países. En estudios recientes se explica este contraste por el bajo nivel y la alta volatilidad de los ingresos públicos, por la debilidad de los sistemas financieros internos y por la mediocre calidad de las instituciones fiscales.

A la luz de acontecimientos recientes, el FMI ha puesto en el centro de sus preocupaciones el tema de la sostenibilidad de la deuda, y ha elaborado varios trabajos sobre el tema.⁴ Una polémica conclusión de algunos de estos y de otros documentos es que, para ser sostenible, la deuda pública de los países emergentes

¹ Atribuibles en gran parte a turbulencias en los mercados crediticios y al sesgo procíclico de las agencias que evalúan el riesgo-país.

² La expresión fue utilizada por primera vez por Eichengreen y Hausmann (1999).

³ En promedio, la deuda pública, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2003c), alcanza a casi 70% del PIB en las economías emergentes de Asia, a 90% en las de África y el Medio Oriente, y a 55% en las economías en transición.

⁴ Véase, por ejemplo, FMI (2003c).

no debería superar el 25%-30% del PIB.⁵ Si tal fuera el límite, la mayoría de los países de América Latina caería en la dudosa categoría de “insostenibles”, por lo que debería generar superávits primarios cuantiosos en los años que vienen para absorber la deuda pública excesiva.

Los estudios de países son bastante más cautos, pues ponen de relieve más bien cuestiones estructurales en la valoración de la sostenibilidad de la deuda pública.⁶ Como destaca Ter-Minassian (2004), la sostenibilidad es probabilística por naturaleza, pues la dinámica de la deuda pública depende de eventos fiscales y macroeconómicos inciertos. Los modelos pueden indicar los límites superiores probables de la evolución de la deuda, pero no pueden indicar qué nivel de deuda es demasiado alto. Esta aproximación, mucho más flexible, permite evitar conclusiones generales sobre el nivel óptimo de la deuda pública.

Este artículo describe a continuación las principales tendencias y los problemas contables que im-

piden disponer de una base comparativa apropiada para el análisis de la deuda pública (sección II). Luego analiza los distintos componentes de la dinámica de la deuda pública, haciendo especial hincapié en el efecto bola de nieve y en el sesgo procíclico de la política fiscal (sección III). Examina en seguida los factores que explican las crisis de la deuda pública, cuantificando en primer lugar el impacto del descalce de monedas sobre la sostenibilidad fiscal, y estimando en segundo lugar un modelo de alerta temprana, que permite calcular la probabilidad de caer en una crisis de endeudamiento a partir de variables fiscales y de variables del entorno macroeconómico, como el crecimiento, el grado de apertura de las economías y los flujos de capital (sección IV). Por último, pasa revista a las diversas propuestas que apuntan a mejorar las condiciones de financiamiento de la deuda pública, tendientes a asegurar su sostenibilidad de largo plazo en los países latinoamericanos de ingresos medios.

II

Principales tendencias y aspectos contables

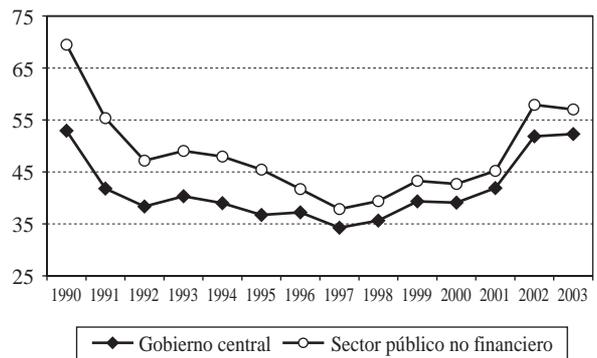
Cuando se examina la trayectoria del promedio de la deuda pública de América Latina y el Caribe a partir de 1990, se obtiene un perfil en U (gráfico 1). La deuda disminuye hasta 1997 y aumenta posteriormente; sin embargo, su nivel en 2003 es inferior al de 1990, cuando se trata del sector público no financiero. Se observa asimismo que los niveles de deuda del gobierno central y del sector público no financiero tienden a converger, lo que ilustra la poca capacidad de endeudamiento que han tenido los gobiernos subnacionales y las empresas públicas en los últimos años.⁷

En los cuadros 1 y 2 se presentan los coeficientes de deuda pública como proporción del PIB del gobierno central y del sector público no financiero. Para el gobierno central, el coeficiente deuda pública/PIB se

GRAFICO 1

América Latina y el Caribe: Saldo de la deuda pública según cobertura institucional, 1990-2003

(En porcentajes del PIB)



Fuente: CEPAL, sobre la base de información oficial.

redujo entre 1990 y 2003 en 11 de los 19 países de la región incluidos en los cuadros; en algunos de estos países (Chile, Ecuador, México y República Dominicana hasta 2002) la disminución fue muy significativa. En cambio, en siete países la relación entre la deuda

⁵ Varios artículos recientes llegan a conclusiones similares; por ejemplo, véase Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) y Goldstein (2003).

⁶ Véase, por ejemplo, FMI (2003a).

⁷ Esta evolución refleja el impacto de los programas apoyados por el FMI, que en general fijan metas en materia de saldo y de deuda pública con una cobertura amplia, que incluye a las empresas públicas. Véase un análisis del tema en Martner (2003).

CUADRO 1

América Latina y el Caribe: Saldo de la deuda pública del gobierno central, 1990-2003
(Como porcentaje del PIB)^a

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Argentina				29,4	31,3	33,8	35,7	34,5	37,6	43,0	45,0	53,7	145,9	138,1
Interna								8,9	9,8	13,1	15,2	20,9	54,2	59,9
Externa								25,6	27,8	29,9	29,8	32,9	91,6	78,2
Bolivia	65,1	52,9	51,5	63,5	64,3	61,8	54,9	57,9	57,4	61,1	62,6	71,7	74,9	82,2
Interna				14,4	14,1	13,8	13,9	13,5	13,7	16,7	19,4	26,4	28,1	26,7
Externa	65,1	52,9	51,5	49,1	50,2	48,0	41,0	44,4	43,7	44,4	43,1	45,3	46,9	55,5
Brasil		12,8	12,1	9,5	12,9	13,3	15,9	18,7	25,0	30,1	31,0	32,8	35,6	36,9
Interna		-2,2	0,8	1,8	6,5	9,8	14,3	16,7	20,8	22,2	23,5	24,5	23,1	26,7
Externa		14,9	11,3	7,7	6,4	3,5	1,6	2,0	4,2	7,9	7,5	8,2	12,5	10,2
Chile	45,4	38,8	31,7	29,2	23,5	17,9	15,1	13,2	12,5	13,8	13,7	15,0	15,7	13,3
Interna	26,4	22,0	18,2	17,5	14,2	12,1	10,9	10,0	9,3	9,8	10,0	10,5	10,0	7,7
Externa	19,1	16,8	13,5	11,7	9,4	5,7	4,2	3,2	3,2	4,0	3,6	4,5	5,7	5,7
Colombia	14,8	14,0	15,0	14,5	12,7	13,9	14,4	17,8	22,1	29,5	36,9	44,3	50,7	51,9
Interna	1,9	1,5	2,9	4,5	4,6	5,8	6,6	8,8	10,6	14,4	18,7	22,1	25,2	26,2
Externa	12,9	12,5	12,1	10,1	8,1	8,1	7,8	8,9	11,5	15,1	18,3	22,2	25,6	25,7
Costa Rica		28,5	23,3	24,3	26,8	28,7	33,2	30,0	39,5	35,2	36,6	38,6	40,8	40,0
Interna		9,9	9,0	11,5	15,0	17,1	24,0	22,2	31,4	26,6	26,4	27,7	28,6	26,9
Externa		18,6	14,2	12,8	11,8	11,5	9,2	7,8	8,1	8,6	10,1	10,9	12,2	13,1
Ecuador	67,1	64,5	72,2	85,1	71,1	59,1	58,7	51,7	56,3	83,6	71,8	58,0	51,1	47,9
Interna	1,9	2,1	1,5	2,7	7,7	7,3	8,8	7,0	10,5	18,1	17,8	13,3	11,4	11,1
Externa	65,2	62,5	70,7	82,3	63,4	51,8	49,9	44,7	45,9	65,5	54,0	44,7	39,7	36,8
El Salvador	45,7	41,7	43,1	44,3	41,7	37,3	37,8	36,2	33,3	26,0	27,4	31,1	36,0	38,0
Interna				16,0	16,3	14,5	13,4	12,0	11,2	7,9	9,8	12,0	11,7	11,5
Externa	45,7	41,7	43,1	28,4	25,4	22,8	24,4	24,2	22,0	18,1	17,6	19,2	24,3	26,5
Guatemala	23,1	17,5	16,5	15,5	15,4	14,0	13,5	14,0	14,6	17,5	16,9	18,0	16,4	18,5
Interna	10,2	7,8	7,2	6,9	6,5	5,3	5,3	5,4	5,0	5,8	5,8	5,6	4,5	5,6
Externa	12,9	9,7	9,3	8,5	8,9	8,7	8,2	8,5	9,6	11,8	11,2	12,4	11,9	12,9
Haití							37,9	40,0	36,6	38,6	43,8	46,2	60,3	58,3
Interna							12,6	12,0	11,1	12,1	13,6	14,8	17,5	17,4
Externa							25,3	28,0	25,5	26,5	30,2	31,5	42,8	40,9
Honduras ^b	109,9	82,3	81,5	96,4	105,7	95,0	90,3	80,9	75,0	78,8	70,2	70,7	73,0	71,9
Interna												3,7	4,0	3,8
Externa	109,9	82,3	81,5	96,4	105,7	95,0	90,3	80,9	75,0	78,8	70,2	67,0	69,0	68,1
México	46,5	38,1	28,1	25,3	35,3	40,8	31,1	25,8	27,8	25,6	23,2	22,5	24,0	24,7
Interna	22,4	16,8	11,9	10,7	12,6	8,5	7,6	8,6	9,1	11,1	12,1	13,5	13,8	14,8
Externa	24,0	21,3	16,3	14,6	22,7	32,4	23,5	17,2	16,6	14,6	10,8	9,6	9,1	9,6
Nicaragua					304,5	252,4	141,1	206,9	197,0	183,8	175,9	179,0	194,4	193,8
Interna					14,9	10,8	15,0	85,5	72,9	67,4	63,3	66,8	81,7	79,5
Externa					289,6	241,6	126,0	121,5	124,1	116,4	112,6	112,2	112,7	114,3
Panamá	67,7	60,8	56,0	62,3	61,7	58,9	79,9	75,7	74,5	80,5	76,0	82,2		
Interna	20,9	18,5	16,4	26,4	25,3	22,7	24,1	21,9	20,5	23,9	20,9	20,7		
Externa	46,8	42,3	39,6	35,9	36,4	36,3	55,7	53,8	54,0	56,6	55,1	61,4	56,2	56,2
Paraguay	13,1	12,0	8,9	10,1	7,3	10,1	10,0	11,1	13,4	22,3	26,2	33,3	46,4	37,7
Externa	13,1	12,0	8,9	10,1	7,3	10,1	10,0	11,1	13,4	22,3	26,2	33,3	46,4	37,7
Perú	52,4	60,9	59,6	63,6	53,4	47,8	45,1	31,8	40,3	47,1	45,3	45,1	47,3	48,4
Interna									5,9	9,3	9,4	9,5	10,3	10,3
Externa	52,4	60,9	59,6	63,6	53,4	47,8	45,1	31,8	34,4	37,8	35,9	35,6	36,9	38,0
R. Dominicana ^b	84,7	60,6	49,2	47,8	37,5	33,2	29,2	23,9	23,1	20,9	19,0	19,6	24,0	40,2
Uruguay			26,8	24,1	23,3	22,3	22,0	22,6	24,0	26,2	31,9	41,9	98,7	97,9
Venezuela ^b							45,2	30,9	28,4	28,2	26,2	29,9	41,0	42,9
Interna							3,9	3,1	3,2	4,6	7,7	11,1	12,5	14,8
Externa							41,3	27,9	25,2	23,6	18,5	18,8	28,5	28,1
América Latina ^c	53,0	41,8	38,4	40,3	39,0	36,7	37,2	34,3	35,6	39,3	39,1	41,9	51,9	52,3
Interna	13,9	9,6	8,5	11,3	12,3	11,7	12,1	11,6	12,3	14,0	15,0	15,7	18,2	18,8
Externa	46,0	36,3	34,3	34,2	31,9	29,6	29,2	26,1	26,1	28,6	27,1	28,1	34,3	34,3

Fuente: CEPAL, sobre la base de información oficial.

^a Se utilizaron los datos de PIB a precios corrientes y en moneda local para calcular los indicadores de este cuadro. Se utiliza el tipo de cambio a final de período.

^b Corresponde al sector público.

^c Promedio simple, sin incluir la deuda pública de Nicaragua.

CUADRO 2

América Latina y el Caribe: Saldo de la deuda pública del sector público no financiero, 1990-2003
(Como porcentaje del PIB)^a

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Argentina			27,6	30,0	31,8	34,4	36,4	35,4	38,2	43,5	45,6	53,7	162,5	138,1
Bolivia	88,9	75,8	75,0	87,7	90,2	87,1	78,0	71,2	69,8	73,5	74,3	82,0	85,6	92,4
Interna				14,4	14,1	13,8	13,9	13,5	13,7	16,7	19,4	26,4	28,1	26,7
Externa	88,9	75,8	75,0	73,2	76,1	73,3	64,1	57,7	56,1	56,8	54,9	55,6	57,6	65,7
Brasil		38,1	37,1	32,5	30,0	30,6	33,3	34,4	41,7	49,2	49,4	52,6	55,9	58,2
Interna		14,0	18,4	18,3	21,3	25,0	29,4	30,1	35,5	38,8	39,7	42,2	41,5	46,3
Externa		24,2	18,7	14,2	8,7	5,6	3,9	4,3	6,2	10,4	9,8	10,4	14,4	11,9
Chile	55,2	44,8	36,5	32,9	26,6	20,9	18,4	16,8	17,7	19,1	18,6	20,3	22,2	20,1
Colombia							22,9	26,8	29,3	38,7	44,3	48,7	57,1	55,3
Interna							10,0	12,3	12,3	17,1	20,8	21,5	26,4	25,8
Externa							12,8	14,5	17,0	21,7	23,5	27,2	30,7	29,6
Costa Rica ^b		28,5	23,3	24,3	26,8	28,7	33,2	30,0	39,5	35,2	36,6	38,6	40,8	40,0
Interna		9,9	9,0	11,5	15,0	17,1	24,0	22,2	31,4	26,6	26,4	27,7	28,6	26,9
Externa		18,6	14,2	12,8	11,8	11,5	9,2	7,8	8,1	8,6	10,1	10,9	12,2	13,1
Ecuador		74,2	81,2	85,1	77,6	64,7	64,4	56,6	61,9	92,0	79,7	63,4	55,6	51,8
Interna		2,1	1,5	2,7	7,7	7,3	8,8	7,0	10,5	18,1	17,8	13,3	11,4	11,1
Externa		72,1	79,7	82,3	69,9	57,4	55,6	49,6	51,4	73,9	62,0	50,1	44,2	40,7
El Salvador										29,0	30,1	34,0	39,1	41,3
Interna										7,9	9,8	12,0	11,7	11,5
Externa										21,1	20,4	22,0	27,4	29,8
Guatemala	33,2	24,8	22,3	20,4	19,4	17,5	16,3	16,5	17,3	20,2	18,9	19,4	17,5	19,5
Interna	10,2	7,8	7,2	6,9	6,5	5,3	5,3	5,4	5,0	5,8	5,8	5,6	4,5	5,6
Externa	23,0	17,0	15,1	13,5	12,9	12,3	10,9	11,0	12,2	14,5	13,1	13,8	13,0	13,9
Haití							43,3	45,3	41,1	42,7	49,1	50,7	66,6	64,4
Interna							12,5	11,7	11,0	12,0	13,5	14,7	17,4	17,5
Externa							30,8	33,6	30,1	30,7	35,6	36,0	49,2	46,9
Honduras	109,9	82,3	81,5	96,4	105,7	95,0	90,3	80,9	75,0	78,8	70,2	70,7	73,0	71,9
Interna												3,7	4,0	3,8
Externa	109,9	82,3	81,5	96,4	105,7	95,0	90,3	80,9	75,0	78,8	70,2	67,0	69,0	68,1
México	45,1	32,4	21,8	18,8	31,2	35,8	25,8	20,7	22,6	21,0	18,1	18,1	21,4	21,9
Interna	17,8	13,8	7,1	7,0	4,2	-0,7	2,9	6,3	8,0	10,5	9,3	12,0	16,5	18,1
Externa	27,3	18,6	14,7	11,9	27,0	36,5	22,9	14,4	14,6	10,5	8,7	6,1	5,0	3,9
Nicaragua					422,3	349,6	209,6	217,3	212,7	204,7	201,7	205,3	213,8	213,0
Interna					6,7	9,9	15,5	29,6	26,5	22,2	28,2	41,9	50,3	48,7
Externa					415,7	339,7	194,2	187,6	186,2	182,5	173,5	163,4	163,5	124,1
Panamá	123,4	114,2	89,9	97,8	94,5	95,8	84,0	78,2	75,8	79,8	77,2	83,3	76,0	74,8
Interna	17,8	14,8	15,1	25,1	23,3	21,2	21,8	19,8	18,6	22,1	21,2	21,2	19,4	14,2
Externa	105,6	99,5	74,8	72,7	71,2	74,5	62,2	58,3	57,2	57,8	55,9	62,1	56,6	56,2
Paraguay	32,4	27,3	21,0	19,1	16,0	15,7	14,9	16,3	19,3	29,0	29,3	36,6	50,7	40,6
Perú ^b	52,4	60,9	59,6	63,6	53,4	47,8	45,1	31,8	40,3	47,1	45,3	45,1	47,3	48,4
Interna									5,9	9,3	9,4	9,5	10,3	10,3
Externa	52,4	60,9	59,6	63,6	53,4	47,8	45,1	31,8	34,4	37,8	35,9	35,6	36,9	38,0
R. Dominicana	84,7	60,6	49,2	47,8	37,5	33,2	29,2	23,9	23,1	20,9	19,0	19,6	24,0	40,2
Uruguay			34,4	30,3	30,9	29,0	27,9	27,8	28,6	30,9	35,9	46,7	106,0	104,1
Interna			4,1	3,5	3,9	3,3	3,0	4,1	4,6	7,7	8,6	15,6	25,4	22,5
Externa			30,3	26,7	27,0	25,7	24,9	23,7	24,0	23,2	27,3	31,1	80,6	81,6
Venezuela							45,2	30,9	28,4	28,2	26,2	29,9	41,0	42,9
Interna							3,9	3,1	3,2	4,6	7,7	11,1	12,5	14,8
Externa							41,3	27,9	25,2	23,6	18,5	18,8	28,5	28,1
América Latina ^c	69,5	55,3	47,2	49,0	48,0	45,4	41,7	37,8	39,4	43,3	42,7	45,2	57,9	57,0
Interna	11,9	10,4	8,9	11,2	12,0	11,5	12,3	12,3	13,3	15,2	16,1	16,9	18,4	18,2
Externa	67,8	52,1	46,4	46,7	46,4	44,0	36,5	32,0	31,7	33,5	31,9	31,9	37,5	37,7

Fuente: CEPAL, sobre la base de información oficial.

^a Se utilizaron los datos de PIB a precios corrientes y en moneda local para calcular los indicadores de este cuadro. Se utiliza el tipo de cambio a final de período.

^b Corresponde a gobierno central.

^c Promedio simple, sin incluir la deuda pública de Nicaragua.

pública y el PIB aumentó fuertemente, mientras que en Bolivia se mantuvo estable.

Mención aparte merece la evolución en 2001-2002 de la relación deuda pública/PIB en Argentina y Uruguay. En ambos casos, el brusco salto del coeficiente, que siguió a las devaluaciones de las respectivas monedas, ilustra de manera contundente el denominado “pecado original”. En Argentina, el régimen de convertibilidad sin duda redujo artificialmente el peso de la deuda pública sobre el PIB. Este indicador casi triplicó su valor a partir de 2002, después de la devaluación y de que se profundizara la recesión, aunque también se podría argumentar que el tipo de cambio de equilibrio de mediano plazo debería ser menor al registrado durante 2002. La situación inversa se registró en Ecuador, pues la persistencia de la inflación en un régimen dolarizado apreció el tipo de cambio real, aminorando en términos relativos el peso de la deuda pública en la economía.

Cuando se trata del sector público no financiero (cuadro 2), se observan pocas diferencias respecto del gobierno central, excepto en el caso de Brasil. En este último país, la deuda pública neta en 2003 fue de 36,9% del PIB a nivel de gobierno central, y de 58,2% a nivel de sector público no financiero. La diferencia obedece en gran parte al endeudamiento de los gobiernos subnacionales.

Existe aún gran heterogeneidad respecto de los datos de deuda pública. El Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del Fondo Monetario Internacional define la deuda pública de la siguiente manera: “La deuda se compone de todos los pasivos que exigen el pago de intereses y/o de principal por parte de un deudor a un acreedor en una fecha o fechas futuras. Por consiguiente, todos los pasivos del sistema de Estadísticas de Finanzas Públicas son deuda excepto las acciones y otras participaciones de capital y los derivados financieros” (FMI, 2001, p. 143). Cabe mencionar que el *Manual* recomienda tratar las obligaciones a futuro del sistema de seguridad social y los pasivos contingentes como notas de información y no como deuda pública.

Además de la importancia que tienen en algunos casos los pasivos contingentes, cabe enumerar los siguientes problemas de clasificación:

i) *La consolidación de los datos dentro de una misma esfera de gobierno.* El *Manual* mencionado no hace referencia al tratamiento de la deuda del gobierno central con instituciones pertenecientes a otras esferas del propio Estado (por ejemplo, las cajas de seguro social o las cooperativas de vivienda que son tenedoras de bonos de la Tesorería), de manera que en algunos países se presentan datos consolidados (a veces como deuda neta) y no con-

solidados. ¿Cuál es la información relevante? Algunos plantean que lo importante es el registro de la deuda, sin importar la naturaleza del tenedor, pues en todos los casos la obligación de pago existe. Otros, sin embargo, señalan que al hacer la consolidación (por ejemplo, entre las cajas de seguro social y el gobierno central) se reconoce que los flujos financieros dentro del propio sector público no tienen los mismos efectos macroeconómicos que el endeudamiento de éste con el sector privado. Subsiste en cualquier caso la duda respecto de cuál es la mejor metodología a nivel de gobierno central, nivel al que se refiere la mayoría de los datos. El problema desaparece, por supuesto, a medida que se amplía la cobertura al gobierno general o al sector público no financiero.

- ii) *La integración de la deuda del Banco Central.* En algunos casos se incluyen los pasivos pero no los activos (reservas internacionales), lo que lleva a un abultamiento de la deuda en países con una base monetaria significativa.
- iii) *La diferenciación entre deuda pública directa e indirecta.* ¿No es acaso el otorgamiento de avales y garantías un pasivo contingente y no una deuda pública cierta?
- iv) *La deuda interna pública.* Tres países de la región no publican datos oficiales de su deuda interna pública: Honduras, Paraguay y la República Dominicana.

En lo que se refiere a la composición de la deuda, los datos muestran una clara tendencia a un uso más intensivo de los instrumentos de deuda interna, lo que debería reducir la exposición de los países a los vaivenes cambiarios, al menos en los que estos instrumentos no están indizados al dólar. Entre estos últimos países destacan los casos de Brasil, Colombia, Costa Rica y México.

En las directrices del FMI y del Banco Mundial sobre gestión de la deuda pública (Banco Mundial/FMI, 2001) se establece que el “objetivo principal” de tal gestión “consiste en asegurar que las necesidades de financiamiento del gobierno y el cumplimiento de sus obligaciones de pago se satisfacen, en el medio a largo plazo, al más bajo costo posible en forma compatible con un nivel prudente de riesgo”. En tal sentido, la utilización de un marco teórico de administración de activos y pasivos para la gestión de la deuda pública es un método útil (recuadro 1), pues el análisis de costos y riesgos de la cartera de instrumentos de deuda del sector público se vincula directamente con los ingresos fiscales. En el marco de ese análisis, se examinan las características y los riesgos de los flujos de

Recuadro 1
ESTRATEGIAS DE GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Las estrategias de gestión de la deuda en que se recurre en exceso a deudas en moneda extranjera, y deuda a corto plazo (inclusive de tasa de interés flotante) son muy riesgosas. Por ejemplo, la deuda en moneda extranjera puede parecer, *ex ante*, menos costosa que la deuda en moneda nacional para el mismo plazo de vencimiento (que puede entrañar un mayor riesgo de liquidez, así como primas de liquidez), pero puede resultar más costosa en los mercados de capital inestables o en casos de depreciación de la moneda. Por otra parte, los responsables de la gestión de la deuda deben tener en cuenta que el régimen cambiario elegido puede afectar a los vínculos entre la gestión de la deuda y la política monetaria. Por ejemplo, la deuda en moneda extranjera puede parecer menos costosa en un régimen de tipo de cambio fijo, en que la inestabilidad cambiaria está sujeta a límites, pero puede resultar muy riesgosa si el régimen cambiario se vuelve insostenible.

Debería elaborarse un marco que permita a los responsables de la gestión de la deuda pública identificar y llegar a una solución de compromiso entre el costo y el riesgo de la cartera de instrumentos. Habitualmente los encargados de la gestión de la deuda pública manejan varios tipos de riesgos; un papel importante del órgano encargado de la gestión de la deuda consiste en identificar esos riesgos, evaluar en lo posible su magnitud y elaborar la mejor estrategia viable para llegar a una solución de compromiso entre costo y riesgo. Para cumplir esos cometidos deben tener acceso a diversas proyecciones financieras y macroeconómicas. Para evaluar el riesgo, los responsables de la gestión de la deuda deberían efectuar regularmente pruebas de tensión de la cartera de la deuda, basadas en las perturbaciones económicas y financieras a las que el sector público —y en forma más general el país— pueda estar expuesto. A los efectos de realizar esas evaluaciones los responsables de la gestión de la deuda deben tener en cuenta el riesgo de que el gobierno no logre renovar su deuda y se vea obligado a incurrir en incumplimiento, lo que supone costos cuyos efectos no recaen tan sólo sobre el presupuesto público. También deben tener en cuenta la interrelación entre la situación financiera del sector público y la de los sectores financiero y no financiero en épocas de tensiones, a fin de que las actividades de gestión de la deuda del sector público no exacerben los riesgos que afectan al sector privado. En general, los modelos utilizados deben permitir a los responsables de la gestión de la deuda pública efectuar los siguientes tipos de análisis de riesgos:

- Elaborar proyecciones de los costos futuros del servicio de la deuda en un horizonte de mediano a largo plazo, tomando como base supuestos referentes a factores que influyen sobre la capacidad de atención del servicio de la deuda; por ejemplo los siguientes: nuevas necesidades de financiamiento; perfil de plazos de vencimiento del saldo de la deuda; características, en cuanto a tasas de interés y monedas, de la nueva deuda; proyecciones referentes a tasas de interés y tipos de cambio futuros, y la evolución de variables no financieras pertinentes (por ejemplo, en el caso de algunos países, precios de los productos básicos).
- Generar un “perfil de la deuda” consistente en indicadores clave de riesgos de la cartera de la deuda —existente y prevista— a lo largo del horizonte de las proyecciones. Un perfil típico debería incluir indicadores tales como relación entre deuda a corto plazo y a largo plazo, relación entre deuda en moneda extranjera y en moneda nacional, composición de monedas de la deuda en moneda extranjera, plazo de vencimiento medio de la deuda y perfil de las deudas que van haciéndose exigibles.
- Calcular el costo previsto de la deuda en términos pertinentes para los objetivos del gobierno (por ejemplo, en relación con el impacto de la deuda sobre el presupuesto público).
- Calcular el riesgo real del futuro costo del servicio de la deuda, resumiendo los resultados de pruebas de tensión elaboradas sobre la base de las perturbaciones económicas y financieras a las que puedan verse expuestos el gobierno, y en forma más general, el país.
- Resumir los costos y riesgos de estrategias alternativas de gestión de la cartera de instrumentos de deuda pública, como base para la adopción de decisiones informadas sobre futuras alternativas de financiamiento.

En los mercados financieros adecuadamente desarrollados, los encargados de la gestión de la deuda pública habitualmente aplican alguno de los dos procedimientos siguientes: determinan periódicamente una estructura de la deuda conveniente a fin de orientar las emisiones de nuevos instrumentos para el período subsiguiente, o establecen puntos de referencia estratégicos que orienten la gestión diaria de la cartera de deuda del sector público. Por lo general esos puntos de referencia se expresan como objetivos numéricos de indicadores clave de riesgos de la cartera, como la relación entre deuda a corto plazo y a largo plazo o entre deuda en moneda extranjera y en moneda nacional. La distinción esencial entre esos dos métodos se refiere a la medida en que los encargados de la gestión de la deuda pública operan regularmente en los mercados financieros para alcanzar el “punto de referencia”.

Fuente: Banco Mundial/FMI (2001).

caja de activos y, en la medida de lo posible, se seleccionan pasivos con características similares, para minimizar las posibilidades de falta de liquidez debido al descalce de plazos y monedas.

Desde la crisis de la década de 1980, la gestión de la deuda pública ha sido una preocupación constante para los países de América Latina y el Caribe. Subsisten sin embargo dificultades en términos de definición y cobertura para su contabilización. Las entidades calificadoras de riesgo muestran un sesgo sistemático, ya que siempre utilizan el dato más alto para hacer sus evaluaciones e incluyen muchas veces algunos pasivos contingentes. Por ejemplo, la deuda no consolidada del

sector público en Brasil representaba más de 70% del PIB en 2002, mientras que la deuda consolidada era ligeramente superior al 50% del PIB. Aunque la meta acordada con el FMI se refiere al segundo indicador, la mayoría de los analistas utiliza el primero.

Sin una metodología homogénea que permita una contabilidad completa de activos y pasivos, lo habitual debería ser registrar para efectos de comparación la deuda pública bruta consolidada del gobierno general, es decir, sin incluir el Banco Central y las empresas públicas. El endeudamiento originado por pasivos contingentes, aunque tengan alta probabilidad de ocurrencia, debe ser consignado por separado.

III

La dinámica de la deuda pública

La sostenibilidad de la deuda pública no es otra cosa que la solvencia de largo plazo del gobierno. Se descompone la dinámica de la deuda pública según la siguiente definición:

$$D_t = D_{t-1} - SG_t + SF_t \quad [1]$$

donde D es la deuda pública expresada en moneda local, SG el saldo global del gobierno, el subíndice t corresponde al año corriente y SF es el ajuste saldo-flujo, que permite asegurar la consistencia entre el endeudamiento neto y la variación del saldo de la deuda pública.⁸ El ajuste saldo-flujo incluye múltiples variables, como las variaciones de la deuda pública atribuibles a fluctuaciones cambiarias de la moneda local y entre las monedas en que están denominadas las deudas, el reconocimiento por parte del gobierno de deudas del resto de la economía, y otras discrepancias estadísticas, las que pueden representar en algunos casos el registro contable de los “esqueletos dentro del armario”⁹.

La ecuación puede presentarse de manera de utilizar el saldo primario¹⁰ como indicador:

$$D_t = D_{t-1}(1+r) - SP_t + SF_t \quad [2]$$

Donde SP es el saldo primario y r la tasa de interés real implícita, que se calcula como el pago de intereses de la deuda en porcentaje del saldo de la deuda del período anterior.¹¹ En relación al PIB (Y_t), la ecuación puede ser reformulada de la siguiente manera, donde n corresponde a la tasa de crecimiento real de la economía:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{1+r}{1+n} - \frac{SP_t}{Y_t} + \frac{SF_t}{Y_t} \quad [3]$$

Reordenando términos se obtiene:

$$\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = -\frac{SP_t}{Y_t} + \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{r-n}{1+n} + \frac{SF_t}{Y_t} \quad [4]$$

o, si las minúsculas representan proporciones sobre el PIB:

$$\Delta d = -sp_t + d_{t-1} \cdot \frac{r-n}{1+n} + sf_t \quad [5]$$

⁸ Véase en Comisión Europea (2003) una aplicación de esta metodología a los países de Europa.

⁹ Un ejemplo ha sido el reconocimiento de beneficios del sistema previsional.

¹⁰ El saldo primario se define como el saldo global excluido el gasto asociado al pago de intereses de la deuda pública.

¹¹ La tasa de interés implícita debe ser entendida como una aproximación de la tasa de interés real pagada por el país. Utilizar el margen de los bonos soberanos emitidos por los países en comparación con el bono del Tesoro de los Estados Unidos puede resultar engañoso, dado que éste sólo expresa la tasa de interés pagada en un determinado momento, cuando aquí se analiza un saldo que comprende todas las deudas generadas en el pasado.

La dinámica de la deuda (Δd) se separa entonces en tres componentes: el saldo primario (sp), el efecto “bola de nieve” (es decir, los efectos de la carga de los intereses en el saldo acumulado de la deuda) y el ajuste saldo-flujo (sf). Analizamos en detalle los dos primeros en lo que sigue.

1. El sesgo procíclico de la política fiscal

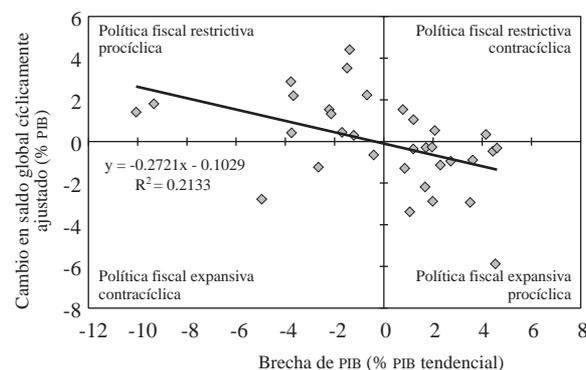
En el debate reciente se acepta ampliamente el criterio de libre operación de los estabilizadores automáticos en circunstancias normales, como criterio rector de la política fiscal. Este principio fue recogido por la CEPAL hace bastante tiempo, al recomendar el uso de un indicador estructural de saldo público en vez del saldo efectivo (CEPAL, 1998). Si tal fuese el caso, la razón deuda pública sobre PIB sería constante a lo largo del ciclo macroeconómico.

Sin embargo, se ha detectado un comportamiento asimétrico en la política fiscal de varios países de la región durante la década de 1990. Esto tiene como consecuencia una acumulación de la razón deuda pública/PIB incluso en períodos caracterizados por un crecimiento superior al de tendencia.¹² Una manera de analizar este sesgo es comparar los cambios en el saldo público cíclicamente ajustado con la brecha de PIB (gráfico 2). Si los estabilizadores automáticos hubiesen operado simétricamente, es decir, si las políticas discrecionales hubiesen sido neutras en el conjunto del ciclo económico, los puntos debieran distribuirse a lo largo del eje de las abscisas. En el caso de políticas contracíclicas, los puntos debieran ubicarse en los cuadrantes superior derecho e inferior izquierdo. Si los puntos se concentran en los cuadrantes superior izquierdo e inferior derecho, la tendencia es a ejercer políticas discrecionales procíclicas.

En América Latina y el Caribe, el examen de 45 episodios de variación del saldo público global ajustado por el ciclo económico revela que 12 de ellos fueron neutros respecto del ciclo; en 25 casos la política fiscal tuvo un comportamiento procíclico, y en sólo ocho se verificó un comportamiento contracíclico. Más precisamente, en 13 de los 17 casos en que el producto creció a un ritmo superior al de tendencia, el cambio en el saldo público cíclicamente ajustado fue negativo, lo que refleja una política fiscal expansiva. En

GRAFICO 2

América Latina y el Caribe: Episodios de finanzas públicas procíclicas, 1990-2001
(Cambios en el saldo global cíclicamente ajustado y brecha de PIB)



Fuente: Martner y Tromben (2003). Sólo se incluyen los episodios en los cuales los valores absolutos del promedio anual de la brecha de PIB y del promedio anual del cambio en el saldo cíclicamente ajustado son superiores a 0,25% por dos años o más. Se utiliza la cobertura de gobierno central.

cambio, cuando las economías han crecido a un ritmo inferior a la tendencia de mediano plazo, el cambio en el saldo público cíclicamente ajustado fue positivo en 12 de los 16 episodios correspondientes, como reflejo de una política fiscal restrictiva.¹³ Las conclusiones son similares cuando se analizan los cambios en el saldo público primario (también denominado no financiero) cíclicamente ajustado. Estos ejercicios ilustran el comportamiento habitual de las autoridades fiscales en América Latina y el Caribe, el que por cierto no es muy diferente al de otros países.

El gráfico 3 contrasta, para los 45 episodios, la posición de las economías en el ciclo con los cambios en la deuda pública, a nivel de gobierno central.

En este caso se observan 15 episodios contracíclicos significativos de reducción de deuda pública en un contexto de brecha de PIB positiva; destacan los casos de Chile (1992-1998), Ecuador (1991-1998), Perú (1994-2000), México (1990-1994 y 1998-2001) y Venezuela (1991-1993 y 1997-1998), entre otros.

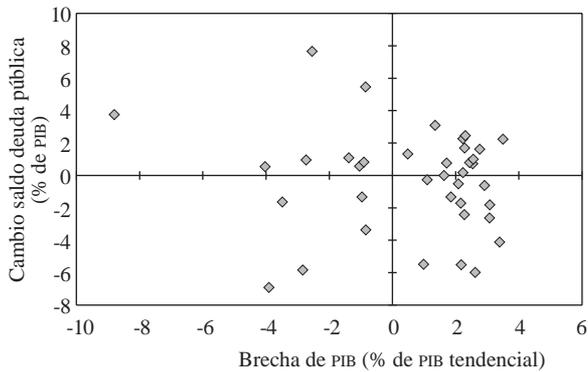
Otros episodios de reducción de la deuda pública se dieron en un contexto de brecha de PIB negativa, especialmente en República Dominicana (1990-1996), Uruguay (1990-1991) y Paraguay (1990-1991). En varios episodios se advierte un aumento de la deuda

¹² Un estudio sobre la evolución de los componentes cíclico y estructural del saldo público según la brecha de PIB entre 1970 y 1997 en los países miembros de la Unión Europea revela la existencia de un sesgo procíclico en la política fiscal (Comisión Europea, 2001).

¹³ En este caso, los países generalmente no tienen más remedio que ajustar, por lo que se trata más de un resultado que de una política.

GRAFICO 3

América Latina y el Caribe: Episodios de finanzas públicas procíclicas, 1990-2001
(Cambios en la deuda pública del gobierno central y brecha de PIB)



Fuente: Elaboración propia. Sólo se incluyen los episodios en los cuales los valores absolutos del promedio anual de la brecha de PIB y del promedio anual del cambio en la deuda pública son superiores a 0,25% por dos años o más.

pública en períodos de auge, lo que por cierto ha significado una mayor vulnerabilidad fiscal en las situaciones recesivas recientes. El caso de Argentina (1996-1998) es muy claro, con un aumento de la deuda por encima del crecimiento de mediano plazo durante varios años consecutivos. En los años recientes ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en Brasil (1995-1998), Colombia (1994-1998), Costa Rica (1998-2001) y Paraguay (1993-1998).

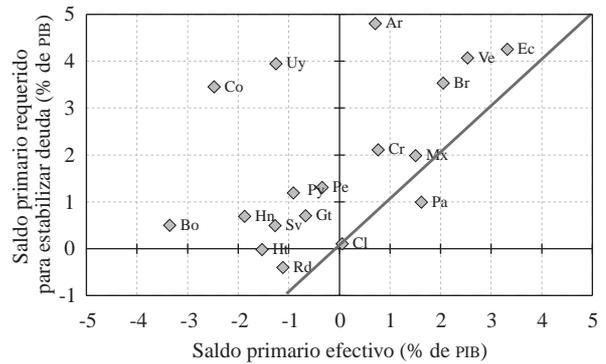
Los países que ganaron grados de libertad durante la década de 1990, disminuyendo el peso de su deuda pública en períodos de auge económico, estuvieron mejor preparados para enfrentar la reversión del ciclo. Durante 1998-2002, ciertos países presentaron sistemáticamente un saldo primario negativo, lo que generó una acumulación de deuda, esta vez anticíclica, que resultó igualmente peligrosa. En el gráfico 4 se representa, como promedio para el período 1998-2002 y para cada país, el saldo primario efectivo y el saldo primario necesario para estabilizar la deuda pública, calculado como el indicador de sostenibilidad estándar de corto plazo de Blanchard, Chouraqui y otros (1990). El saldo primario requerido se calcula como aquel que estabiliza el saldo de deuda pública sobre PIB.

En términos de la ecuación [5], se asume que $\Delta d=0$, $sf=0$ y se obtiene por lo tanto el saldo primario requerido para estabilizar la deuda pública:

$$sp_t = d_{t-1} \cdot \frac{r-n}{1+n} \quad [6]$$

GRAFICO 4

América Latina y el Caribe: Saldos primario efectivo y requerido para estabilizar deuda
(Promedio 1998-2002, en % de PIB)



Fuente: Elaboración propia.

Se aprecia de este modo una significativa diferencia negativa entre ambos conceptos, excepto para Chile, la República Dominicana, México y Panamá. La brecha (para alcanzar la isorrecta en el gráfico, que representa el punto de encuentro) fue en promedio de más de cinco puntos de PIB en Colombia y Uruguay, y más de tres puntos en Argentina y Bolivia. Se procura así cuantificar el saldo primario requerido para estabilizar la deuda pública, como si fuese una variable de política independiente del entorno macroeconómico. El problema de este tipo de indicadores es que no toman en cuenta los efectos patrimoniales, que resultan por ejemplo de los cambios en los precios relativos que se ven reflejados tanto en el efecto bola de nieve como en el componente saldo-flujo.

2. El efecto bola de nieve

El objetivo de reducción de la deuda pública resulta así prácticamente inalcanzable en un escenario de bajo crecimiento y de altas tasas de interés. En América Latina, durante el período 1990-2002, el máximo del efecto bola de nieve alcanzó a 4,5 puntos de PIB, asociado con un saldo de deuda pública de 55,1% del PIB (cuadro 3). Los niveles máximos alcanzaron a 12,2 puntos de PIB en Ecuador, 8,8 puntos en Argentina, 8,5 puntos en Venezuela y más de 5 puntos en Brasil, Honduras y México. Por el contrario, en los países europeos el máximo como promedio para el mismo período llegó a 3,8 puntos de PIB, con un saldo de deuda pública asociado muy superior, de 72,8% del PIB.

El gráfico 5 presenta una expresión cuantitativa de la dinámica de la deuda como proporción del PIB

CUADRO 3

América Latina y el Caribe y Unión Europea: La magnitud del efecto bola de nieve

	Máximo del efecto bola de nieve	Deuda pública asociada al máximo	Efecto bola de nieve acumulado	Variación de la deuda pública
	1990-2002		1998-2002	
<i>Países de América Latina</i>	4,5	55,1	9,4	17,5
Argentina	8,8 (2002)	145,9	24,0	108,3
Bolivia	1,3 (2001)	61,1	2,5	17,5
Brasil	5,6 (1998)	25,0	17,7	10,6
Chile	0,4 (1999)	13,8	0,5	3,2
Colombia	4,3 (1999)	29,5	17,3	28,6
Costa Rica	4,4 (1996)	33,2	10,5	1,3
Ecuador	12,2 (1999)	83,6	21,3	-5,2
El Salvador	0,9 (2002)	36,0	2,5	2,7
Guatemala	1,0 (2001)	18,0	3,5	1,8
Haití	0,6 (2001)	46,2	-0,1	23,6
Honduras	5,9 (1994)	105,7	3,4	-2,0
México	6,4 (1995)	40,8	9,9	-3,8
Panamá	3,7 (2001)	83,3	5,0	0,2
Paraguay	2,3 (2002)	46,4	5,9	33,1
Perú	4,7 (1992)	59,6	6,5	7,0
República Dominicana	0,4 (2002)	24,0	-2,0	0,9
Uruguay	10,3 (2002)	98,7	19,7	74,7
Venezuela	8,5 (2002)	41,0	20,4	12,6
<i>Unión Europea</i>	3,8	72,8	3,2	-7,2
Bélgica	7,2 (1993)	138,2	13,5	-13,5
Dinamarca	6,4 (1993)	78,0	11,6	-10,7
Alemania	2,7 (1996)	59,8	9,7	-0,1
Grecia	2,8 (1993)	110,1	0,3	-1,1
España	1,7 (1996)	68,1	-3,6	-10,8
Francia	3,0 (1993)	45,3	5,4	-0,5
Irlanda	1,1 (1992)	100,2	-19,5	-22,5
Italia	9,9 (1993)	118,1	11,0	-9,6
Luxemburgo	0,2 (2002)	5,7	-0,6	-0,6
Países bajos	4,3 (1993)	79,3	2,3	-14,4
Austria	2,5 (1993)	61,8	7,1	3,0
Portugal	5,1 (1993)	59,1	-1,6	3,1
Finlandia	3,9 (1993)	55,9	2,0	-5,9
Suecia	4,7 (1996)	73,5	7,5	-15,3
Reino Unido	1,7 (1992)	39,2	2,4	-9,1

Fuente: Para los países de América Latina, elaboración propia basada en datos de la CEPAL. Para los países europeos, Comisión Europea (2003).

(Δd), separando la contribución del saldo primario en relación al PIB (- *sp*), el efecto bola de nieve, y el ajuste saldo-flujo (*sf*). Esta descomposición se efectúa para el período 1998-2002, separando los países en tres grupos. El grupo A se compone de aquellos países que han emitido bonos soberanos, que tienen por lo tanto acceso a los mercados internacionales de capitales, y cuya deuda pública aumentó. En el grupo B figuran los países que tienen acceso a los mercados y cuya deuda pública ha decrecido o se ha mantenido constante. El grupo C reúne a los países que no están incluidos en el EMBI (Emerging Markets Bond Index) según la clasificación de J.P. Morgan.

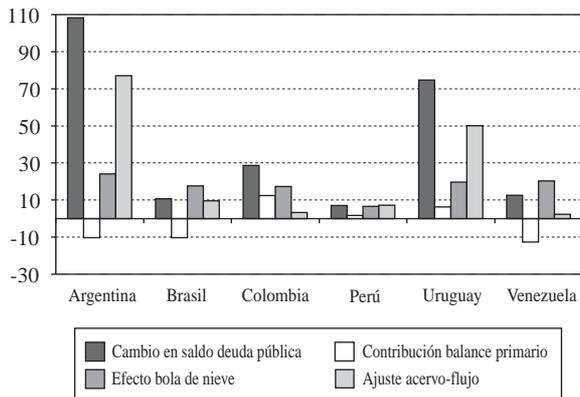
En el primer grupo, la principal fuente de incremento de la deuda pública corresponde a la devaluación de 2002, lo que se refleja sobre todo en la magnitud del ajuste patrimonial en Argentina y Uruguay. En Brasil, el superávit primario acumulado durante el período no fue suficiente para contrarrestar el incremento exógeno de la deuda pública. En Colombia estos factores exógenos se sumaron a persistentes déficits primarios. En Perú y Venezuela el incremento de la deuda pública fue poco significativo y es exclusivamente atribuible a este tipo de factores.

El caso de Brasil es aleccionador. El país comenzó a generar superávit primarios sistemáticos a partir

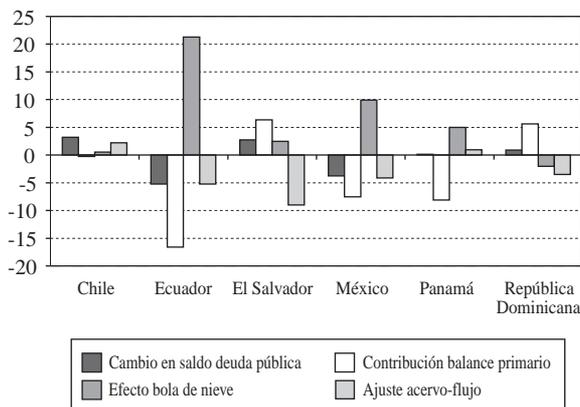
GRAFICO 5

América Latina: La dinámica de la deuda pública, 1998-2002

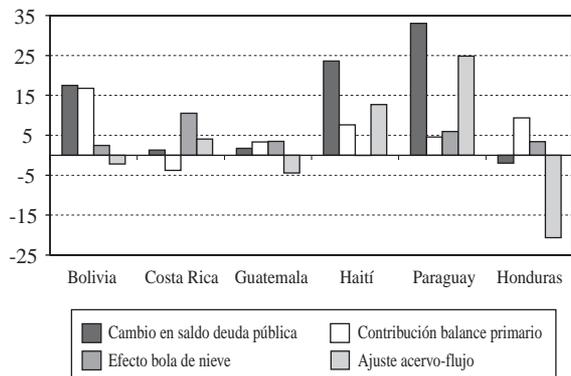
A. Países que emiten bonos soberanos, con deuda en aumento



B. Países que emiten bonos soberanos, con deuda decreciente o constante



C. Países que no están incluidos en el EMBI



Fuente: Elaboración propia basada en datos de la CEPAL.

de 1999. La Ley de responsabilidad fiscal, sancionada el 4 de mayo del 2000, estableció metas de superávit primario para los tres ejercicios presupuestarios siguientes. Sin embargo, durante el período 1998-2002, el esfuerzo de acumular más de diez puntos de superávit primario no fue suficiente para contener el crecimiento de la deuda pública, debido al bajo crecimiento económico y al deterioro de las condiciones de financiamiento. La fijación, convenida con el FMI, de metas de saldo primario en vez de metas de saldo global o de deuda representó en sí un gran logro, pues permitió separar el objetivo fiscal de las fluctuaciones de las tasas de interés y del tipo de cambio. Así como esto significó que el déficit global y la deuda pública fueran superiores a los esperados entre 1999 y 2002, la reversión de las malas condiciones financieras a partir de 2003 debería representar el inicio de un círculo virtuoso, conducente a reducir la relación deuda pública/PIB. Así, la deuda pública deja de ser una meta obligatoria de corto plazo, pues se reconoce que su evolución depende de factores exógenos.

En el grupo B se observa que hubo un descenso de la deuda pública en Ecuador, México y Panamá, mientras en los demás países la relación entre deuda pública y PIB se mantuvo relativamente constante. En El Salvador se produjo un intenso ajuste patrimonial positivo, atribuible al reciente proceso de dolarización. En Ecuador se requirió acumular superávit primarios de casi 17 puntos de PIB para lograr una disminución de 5 puntos de PIB en su deuda pública en el período, lo que muestra el fuerte impacto negativo que ha tenido el efecto bola de nieve; al igual que en El Salvador, se registró un ajuste patrimonial debido al proceso de dolarización. En la República Dominicana, el descenso de la deuda pública en relación con el PIB fue totalmente revertido por la crisis del sistema financiero en 2003. Así, el saldo de la deuda pública consolidada alcanzó a 40% del PIB en 2003, siendo que en 2002 este indicador era de 24%. En los casos de México y Panamá las autoridades fiscales lograron neutralizar el impacto negativo del efecto bola de nieve mediante la generación de superávit primarios. Es notable la total ausencia del efecto bola de nieve en Chile, país que se ha mantenido con niveles de deuda pública y tasas de interés muy bajos.

En el grupo C, el efecto bola de nieve fue mucho menor, excepto en el caso de Costa Rica. En Bolivia, Guatemala, Haití y Honduras la tasa de interés implícita fue relativamente baja. En estos países, buena parte del financiamiento externo es concesional, pues proviene de los programas de apoyo de las instituciones

financieras internacionales. En Honduras, la iniciativa de reducción de la deuda externa se reflejó en un fuerte ajuste patrimonial.

En aquellos países en que ha aumentado la deuda, los acontecimientos ajenos a la propia dinámica de la deuda pública, o ajuste saldo-flujo, han sido muy importantes, reflejando fuertes variaciones de los precios relativos y el reconocimiento de deudas contingentes,¹⁴ de otros niveles de gobierno o del sistema finan-

ciero.¹⁵ Estos factores, que ilustran las presiones existentes para que el gobierno central asuma deudas de otros agentes de la economía, ponen en riesgo de un día para otro la sostenibilidad de la deuda pública, y obliga a ajustes mayores a los programados, con los consiguientes efectos negativos para el conjunto de la economía. Estas anomalías sólo pueden enfrentarse mediante el fortalecimiento de las instituciones fiscales y de la regulación de los sistemas financieros.

IV

Factores que explican las crisis fiscales

Como se observa, los saldos primarios requeridos para estabilizar la deuda pública son extremadamente volátiles, como consecuencia de la gran variación de las tasas de interés, de los tipos de cambio y el crecimiento de las economías. Aunque el análisis realizado ilustra la importancia de los factores exógenos, no permite precisar los factores desencadenantes de las crisis de deuda. Es lo que se procura investigar en lo que sigue.

1. Un indicador de descalce de monedas

El descalce de monedas corresponde a una situación en la cual la composición en monedas de los activos de un país o de un sector difiere de aquella correspondiente a los pasivos, de tal manera que el balance neto es sensible a las variaciones del tipo de cambio. En América Latina, en general, la deuda pública se encuentra expresada en moneda extranjera, en tanto que los ingresos del gobierno dependen en gran medida del producto interno. Esta situación genera un descalce de monedas en el balance del sector público, haciendo que la sostenibilidad fiscal sea muy sensible a los movimientos del tipo de cambio.

Con el objetivo de analizar la sostenibilidad fiscal, Calvo, Izquierdo y Talvi (2002) proponen un indicador que incorpora la composición en monedas de la deuda y del PIB. Se define la deuda pública sobre PIB de la siguiente manera:

$$d = \frac{D}{Y} = \frac{D^{NT} + eD^T}{Y^{NT} + eY^T} \quad [7]$$

donde e es el tipo de cambio real (definido como el precio relativo entre bienes transables y no transables); D^{NT} es la deuda en términos de bienes no transables; D^T es la deuda en términos de bienes transables; Y^{NT} es el producto en términos de bienes no transables; Y^T es el producto en términos de bienes transables (aproximado por las exportaciones). La medida de descalce de monedas entre deuda pública y PIB se calcula entonces como $(D^{NT} / eD^T) / (Y^{NT} / eY^T)$. Esta medida puede tomar cualquier valor comprendido entre 0 y 1. Si tal valor tiende a 0, la deuda pública es íntegramente externa (o denominada en moneda extranjera) o el PIB transable es ínfimo, por lo que la devaluación deteriora proporcionalmente la sostenibilidad fiscal. Si el indicador tiende a 1, existe un calce perfecto en la composición de monedas de la deuda pública y del producto. En este caso la devaluación no tiene ningún efecto sobre la sostenibilidad fiscal. En el cuadro 4 se calculan dos medidas de descalce de moneda de la deuda pública y del producto: en la primera se define a la deuda externa como deuda en términos de bienes transables, y en la segunda se le agrega la deuda interna denominada en moneda extranjera.

El indicador puede parecer inapropiado en países dolarizados, como Ecuador y El Salvador. Muestra sí un alto grado de descalce en Argentina, Brasil, Colombia, Perú, Uruguay y Venezuela. La mayoría de estos

¹⁴ Por ejemplo, la Ley de directrices presupuestarias de Brasil, de 2005, contempla el reconocimiento de "esqueletos" (deudas del sistema financiero habitacional, entre otras) en una cifra cercana a 0,8 puntos de PIB por año, hasta el 2007.

¹⁵ Véase en FMI (2003a) una estimación reciente de los costos fiscales de las crisis del sistema financiero.

CUADRO 4

Países de América Latina: Medidas del descalce de la deuda pública, 2002

	Deuda externa / deuda pública total (%)	Exportaciones/PIB (%)	Descalce de la deuda pública ^a	Descalce de la deuda pública ^b
Argentina	62,8	27,7	0,23	0,12
Brasil	35,2	15,5	0,34	0,08
Chile	36,5	34,5	0,91	0,03
Colombia	50,3	17,5	0,21	0,20
Ecuador	77,7	25,4	0,10	...
El Salvador	66,9	26,7	0,18	...
México	39,7	27,2	0,57	0,57
Perú	78,2	16,4	0,05	...
Uruguay	74,8	21,6	0,09	...
Venezuela	67,1	29,0	0,20	...

Fuente: Elaboración de los autores.

^a Esta medida considera sólo la deuda externa pública.

^b Esta medida incluye además la deuda interna expresada en moneda extranjera.

países exhiben grados de apertura comercial relativamente bajos (medido en exportaciones/PIB) cuando se compara con los niveles de deuda pública externa. México y Chile se encuentran en una mejor posición.

La composición pública-privada de las exportaciones también es importante, aunque en años recientes muchos países están recaudando impuestos a la exportación de ciertos bienes primarios y *royalties* en el sector minero, lo que tiende a reducir el descalce de monedas del sector público. ¿Cuál sería el valor ideal de este indicador? Si fuese igual a 1, los países podrían pagar sus obligaciones externas en un año si destinaran a ello el total de sus exportaciones. Esta situación es poco plausible. Quizás un indicador cercano a 0,5 muestre un cierto equilibrio entre la capacidad de generación de divisas del país y el endeudamiento de su sector público.

El indicador de descalce de la deuda pública se deteriora si además consideramos la deuda interna expresada en moneda extranjera.¹⁶ En Brasil, por ejemplo, 30% del total de la deuda interna está indizada al tipo de cambio. En México, la deuda pública interna está totalmente denominada en moneda local. Los indicadores tradicionales de sostenibilidad no logran recoger entonces el problema clave que representa el descalce de monedas.

¹⁶ En el caso de Chile, el indicador está distorsionado. El principal acreedor del Tesoro (en lo que se refiere a la deuda interna) es el Banco Central de Chile y esa deuda se encuentra emitida en dólares y a largo plazo.

1. La naturaleza probabilística de la sostenibilidad fiscal

Como se planteó al principio, la evaluación de la sostenibilidad fiscal es por naturaleza probabilística. Una perspectiva comparada permite abordar el tema, estimando funciones de reacción de la política fiscal (FMI, 2003c) o modelos probabilísticos (Manasse, Roubini y Schimmelpfenning, 2003). En el primer caso, el saldo primario fiscal depende del nivel de deuda pública del período anterior, y de otros factores como el ciclo económico, la inflación y los precios de las materias primas. Esta aproximación permite estimar para cada país una meta de saldo primario, que depende del nivel de la deuda pero también de los factores condicionantes exógenos.

Otra manera de evaluar la sostenibilidad es estimando la probabilidad de entrar en una crisis fiscal. Siguiendo la metodología de Manasse, Roubini y Schimmelpfenning (2003), se supone que un país se halla en crisis fiscal si está considerado en cesación de pagos en la clasificación de Standard and Poor's, o si ha recibido un desembolso de más de 100% de su cuota durante el primer año de un acuerdo con el FMI.

En una muestra de 12 países de América Latina se detectan 25 episodios de crisis de deuda para el período 1970-2002, siguiendo el criterio mencionado. En el cuadro 5 se muestra, para estos doce países y para el período 1980-2002, el promedio de algunas variables utilizadas en las estimaciones y los valores de los parámetros asociados.

CUADRO 5

América Latina: Resultado de las estimaciones

	Promedio de las variables			Resultado de las regresiones		
	Total	No crisis	Crisis	Efecto marginal	Coefficiente logit	Valor z
<i>Variables fiscales</i>						
Deuda pública total/PIB (1990–2002)	38,7	30,8	47,5			
Pago intereses deuda pública/PIB	2,9	2,1	3,5	0,06	0,33	2,01
Deuda corto plazo/PIB	9,1	7,6	10,2	0,012	0,07	1,82
Intereses de corto plazo/PIB	0,5	0,5	0,6			
Balance primario/PIB	1,0	0,6	1,3			
<i>Variables externas</i>						
Deuda pública externa/PIB	35,1	25,4	42,1	0,009	0,09	2,03
Balance de cuenta corriente/PIB	-2,4	-3,2	-1,8			
Balance de cuenta financiera/PIB	0,9	3,7	-1,1	-0,029	-0,16	-2,71
Inversión extranjera directa (flujos netos)/PIB	1,9	2,6	1,3			
Reservas/PIB	7,7	8,8	7,0	-0,023	-0,12	-2,64
Intereses sobre deuda externa/PIB	3,3	2,9	3,7			
Intereses sobre deuda externa/Exportaciones	15,2	13,2	16,6			
<i>Otras variables</i>						
Apertura comercial/PIB	52,2	53,9	50,9	-0,003	-0,02	-2,98
Crecimiento real PIB (%)	2,4	2,8	2,1	-0,024	-0,13	-1,72
Inflación (%)	138,0	20,2	226,5			
Constante					-2,44	-2,6
Rezago del indicador de crisis				0,762	4,42	7,3

Fuente: Elaboración de los autores.

Como se observa, durante el decenio de 1990 el promedio de la deuda pública total es de 47,5 puntos de PIB cuando los países están en crisis, y de 30,8 en circunstancias “normales” (cuando la variable es la deuda pública externa, los montos respectivos son de 42,1 y 25,4 para el período 1980-2002). De estas cifras provienen sin duda las recomendaciones orientadas a mantener la deuda pública en un rango de 25-30 puntos de PIB. Vale la pena recordar que este razonamiento puede tener alguna validez sólo si se esperan en el futuro condiciones externas tan poco propicias como las que prevalecieron en promedio en los dos últimos decenios.

Las variables de liquidez, como la deuda pública externa de corto plazo, el balance de la cuenta corriente y el flujo neto de inversión extranjera directa, medidos como porcentaje del PIB, son significativamente distintos cuando los países se encuentran en situación de crisis. Por ejemplo, el balance de la cuenta financiera representa 3,7% del PIB en períodos normales y -1,8% del PIB en períodos de crisis.

Respecto de las variables fiscales, se puede observar que el pago de intereses de la deuda y de la

deuda de corto plazo son más elevados en períodos de crisis. Este resultado es probablemente endógeno, pues los plazos tienden a acortarse y la tasa de interés se incrementa cuando existen expectativas de dificultades de pago. El balance primario es más alto durante los períodos de crisis, lo que muestra el esfuerzo de ajuste (procíclico) de los gobiernos en América Latina.

Finalmente, el cuadro 5 muestra el resultado de las regresiones, usando un modelo probabilístico.¹⁷ Los coeficientes tienen los signos esperados, y son significativos. Los cálculos muestran que los efectos marginales de las variables de liquidez, como el saldo en la cuenta de capitales, el pago de intereses de la deuda y las reservas internacionales como proporción del PIB, son mayores que aquellos relacionados con

¹⁷ Utilizando datos de panel para 12 países de América Latina con acceso a los mercados de capitales para emitir su deuda soberana, se estima un modelo de elección binaria (logit) con el propósito de identificar las variables y los niveles límites que hacen entrar a los países en una crisis de deuda.

las variables de solvencia, como el nivel de deuda externa/PIB. El grado de apertura comercial y la tasa de crecimiento real también importan; el primero incorpora un factor explicativo del descalce de monedas, y el segundo recoge la importancia del efecto bola de nieve

durante los episodios de crisis. Finalmente, se observa que la variable explicativa rezagada tiene gran importancia, lo que muestra la dificultad de salir de las crisis de deuda, probablemente por efectos de “reputación” que impiden un regreso rápido a la normalidad.

V

¿Cómo asegurar la sostenibilidad de la deuda pública?

Los resultados expuestos entregan varias pistas respecto de las opciones posibles de política para asegurar la solvencia en el mediano plazo. Por cierto, los países deben adoptar leyes o reglas que garanticen superávits primarios suficientes para controlar la deuda pública. Se ha avanzado mucho sobre el particular, con la adopción de criterios de mediano plazo que garantizan el control sobre el gasto público.¹⁸ En tal sentido, la “función de reacción” de los países de la región ante la dinámica de la deuda ha mejorado sustancialmente en los últimos años.

El margen de seguridad indica que las autoridades fiscales deberían situar sus indicadores de endeudamiento muy por debajo de los que prevalecen actualmente. Como el componente exógeno de la deuda es muy alto, generando efectos de bola de nieve que amenazan la estabilidad macroeconómica, la alternativa es prolongar indefinidamente los procesos de ajuste, hasta alcanzar una meta “segura” de un coeficiente de deuda pública/PIB no superior a 30%. Por cierto, esta alternativa representa “el camino largo” para derretir la bola de nieve.

Existen sin embargo otros caminos posibles, si es que las instituciones financieras internacionales toman cartas en el asunto. Además de las iniciativas tendientes a fortalecer los mecanismos de prevención y de resolución de las crisis,¹⁹ dos propuestas recientes son de particular interés.

Como lo plantean Eichengreen, Haussman y Panizza (2002), una de las maneras de “redimirse” del

pecado original es que las instituciones financieras internacionales (IFI) emitan deuda en una nueva unidad de cuenta: un índice de una canasta de monedas de países en desarrollo. Estas instituciones prestarían en la nueva unidad de cuenta, o alternativamente en las monedas de cada país, en la proporción en que dicha nueva unidad de cuenta participaría en la canasta. Las IFI actuarían así como intermediarias en el proceso de emisión de bonos soberanos en moneda local. De esta manera se eliminarían los efectos del descalce de monedas generado por los préstamos, que se transformarían en una solución en vez de constituir una fuente adicional de desequilibrio.

La otra propuesta apunta más bien a asegurar la sostenibilidad de la deuda, disminuyendo el efecto bola de nieve en las finanzas públicas. Por ejemplo, Borensztein y Mauro (2002) argumentan que la mayoría de las crisis de deuda se producen por una disminución en el ritmo de crecimiento de las economías. Los países podrían protegerse emitiendo bonos indexados al crecimiento del PIB. Este mecanismo ayudaría a reducir el sesgo procíclico de la política fiscal, ya que el pago de intereses bajaría en épocas recesivas y aumentaría en períodos de auge, asegurando por lo tanto una trayectoria sostenible de la deuda pública.

En términos generales, un proceso que combine la generación sistemática de superávits primarios, mecanismos de autoseguro —como los fondos de estabilización o los esquemas de prepago de deuda durante las fases de auge o de reducción de las tasas de interés—, y el mejoramiento de las condiciones de financiamiento, parece ser el único medio de lograr un mayor grado de sostenibilidad de la deuda pública.

Ante los devastadores efectos de la dinámica de la deuda pública en un entorno recesivo, parece claro

¹⁸ Para un examen de las reglas macrofiscales vigentes en la región, véase Martner (2003) e ILPES (2004).

¹⁹ Véase por ejemplo las propuestas contenidas en Martín y Ocampo (2003).

que, además de los esfuerzos internos por generar superávit primarios persistentes son necesarios aportes sustantivos de las instituciones financieras internacionales, que se traduzcan en abaratar el costo financiero en los países de ingresos medios, reducir el rigor de la

condicionalidad cuando corresponda, disponer procedimientos ordenados de reestructuración de la deuda externa y promover mecanismos que incentiven la emisión de bonos soberanos indexados a una canasta de monedas y a la capacidad de pago de los países.

Bibliografía

- Banco Mundial/FMI (Fondo Monetario Internacional) (2001): *Estrategias de gestión de la deuda pública*, Washington, D.C.
- Blanchard, O.J., J.C. Chouraqui y otros (1990): The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question, *OECD Economic Studies*, N° 15, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Borensztein, E. y P. Mauro (2002): *Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds*, IMF Policy Discussion Paper, N° 02/10, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi (2002): *Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons*, Working Paper, N° 469, Washington, D.C., Departamento de Investigación, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Calvo, G. y C. Reinhart (2002): Fear of floating, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, N° 2, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, mayo.
- Céspedes, L., R. Chang y A. Velasco (2002): *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*, NBER Working Paper, N° 7840, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1998): *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos*, serie Libros de la CEPAL, N° 47, LC/G.1997/Rev.1-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.98.II.G.5.
- Comisión Europea (2001): Public finance in EMU-2001, *European Economy, Reports and Studies*, Economic and Financial Affairs Documentation, Bruselas.
- _____ (2003): *General Government Data*, disponible en: www.europa.eu.int/comm/economy_finance/index_en.htm.
- Eichengreen, B. y R. Hausmann (1999): *Exchange Rates and Financial Fragility*, NBER Working Paper, N° 7418, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, noviembre.
- Eichengreen, B., R. Hausmann y U. Panizza (2002): Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption, documento preparado para el Seminario "Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin", Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 21 de noviembre.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2001): *Manual de estadísticas de finanzas públicas, 2001*, Washington, D.C.
- _____ (2003a): *Sustainability Assessments: Review of Application and Methodological Refinements*, Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, Washington, D.C., junio.
- _____ (2003b): Public debt in emerging markets: is it too high?, *World Economic Outlook*, Washington, D.C., septiembre.
- _____ (2003c): *World Economic Outlook*, Washington, D.C., septiembre.
- Goldstein, M. (2003): *Debt Sustainability, Brazil and the IMF*, Working Paper, N° 03-1, Institute for International Economics.
- ILPES (Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social) (2004): *Un panorama de la gestión pública en América Latina*, Santiago de Chile, por aparecer.
- Manasse, P., N. Roubini y A. Schimmlerpfennig (2003): *Predicting Sovereign Debt Crises*, IMF Working Paper, N° 221, Washington, D.C., Departamento de Finanzas Públicas, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Martin, J. y J.A. Ocampo (comps.) (2003): *Globalización y desarrollo. Una reflexión desde América Latina y el Caribe*, Bogotá, D.C., Alfaomega.
- Martner, R. (2003): Presentación: lecciones de las experiencias recientes en el diseño de reglas macrofiscales, en R. Martner (comp.), *Reglas macrofiscales, sostenibilidad y procedimientos presupuestarios*, serie Seminarios y conferencias, N° 28, LC/L.1948-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.03.II.G.106.
- Martner, R. y V. Tromben (2003): Tax reforms and fiscal stabilisation in Latin America, en Banca d'Italia, *Tax Policy*, Quinto taller de finanzas públicas (Perugia, Italia, 3 a 5 de abril de 2003).
- Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano (2003): *Debt Intolerance*, NBER Working Paper, N° 9908, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, agosto.
- Ter-Minassian, T. (2004): *Assessing Fiscal Sustainability*, discurso inaugural, XVI Seminario Regional de Política Fiscal, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), disponible en www.ilpes.org.