

REVISTA

de la

C E P A L

NUMERO 62
AGOSTO 1997
SANTIAGO DE CHILE

OSCAR ALTIMIR
Director

EUGENIO LAHERA
Secretario Técnico



NACIONES UNIDAS

SUMARIO

Estado, comunidad y sociedad en el desarrollo social	7
<i>Fernando Henrique Cardoso</i>	
Un balance de las reformas estructurales neoliberales en América Latina	15
<i>Joseph Ramos</i>	
Deuda y sostenibilidad fiscal: ¿se repite la historia?	39
<i>Guillermo E. Perry</i>	
Reformas petroleras: las opciones en juego	49
<i>Fernando Sánchez Albavera</i>	
Las organizaciones indígenas: actores emergentes en América Latina	61
<i>Rodolfo Stavenhagen</i>	
El empleo rural no agropecuario en el Istmo Centroamericano	75
<i>Jürgen Weller</i>	
Marginalidad e integración social en Uruguay	91
<i>Rubén Kaztman</i>	
La política comercial en el marco de la Organización Mundial de Comercio	117
<i>Diana Tussie</i>	
Comercio y medio ambiente: ¿luz verde o luz roja?	133
<i>Helga Hoffmann</i>	
Ancclas nominales y escenarios de coordinación macroeconómica en el MERCOSUR	149
<i>Gonzalo Rodríguez Prada</i>	
Políticas de promoción de exportaciones en Centroamérica	169
<i>Larry Willmore</i>	
Publicaciones recientes de la CEPAL	186

Deuda

y sostenibilidad fiscal:

¿se repite la historia?

Guillermo E. Perry

*Economista Jefe,
Región de América Latina
y el Caribe
Banco Mundial*

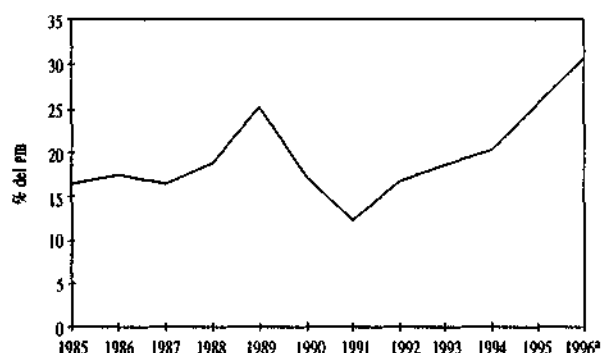
La deuda pública, en particular la interna, está aumentando sostenidamente en diversos países de la región, pese a los importantes procesos de ajuste fiscal que se han desarrollado desde mediados de los años ochenta. El artículo examina los principales problemas que ello representa para la política pública. En primer lugar, pasa revista a las condiciones de sostenibilidad de la deuda pública. A continuación, analiza los posibles efectos de las privatizaciones, la acumulación de deuda como contrapartida de la de activos y las obligaciones sin financiamiento previsto o los pasivos contingentes sobre la sostenibilidad en términos de la tasa tolerable de inflación; examina los factores que determinan las expectativas en torno a la sostenibilidad fiscal y los efectos de esas expectativas sobre las tasas de interés y los niveles de deuda sostenibles y, por último, considera la medida en que la gestión de la deuda influye sobre su sostenibilidad y viceversa.

I

Introducción

Desde mediados del decenio de 1980 los países de América Latina han estado sometidos a un proceso de ajuste fiscal. En la mayor parte de la región los déficit fiscales de 1995 y 1996 han sido bajos (cuadro 1). Sin embargo, la deuda pública, en particular la interna, ha aumentado recientemente en varios países, entre otros Brasil y Costa Rica (gráficos 1 y 2). Las autoridades de esos países y los observadores internacionales han

GRAFICO 1
Brasil: Deuda pública interna neta, 1985-1996



^a Preliminar

CUADRO 1

América Latina: Déficit (superávit) del sector público
(Porcentajes del PIB)

	Promedio 1989-1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ^a
Argentina (sector público no financiero nacional) ^b	-3.5	-1.6	-0.1	1.4	-0.1	-0.4	-2.0
Brasil (sector público consolidado) ^c	-2.9	-0.2	-1.8	-0.7	1.1	-4.8	-4.5
Chile (gobierno central) ^d	3.2	1.5	2.2	1.9	1.7	2.6	1.0
Colombia (sector público no financiero)	-1.3	-	-0.2	0.3	2.6	-0.3	-1.2
Costa Rica (gobierno central)	-4.3	-3.1	-1.9	-1.9	-6.9	-4.4	-4.5
Ecuador (sector público no financiero)	-0.7	-1.0	-1.7	-0.4	-0.2	-1.9	-3.5
El Salvador (gobierno central)	-4.3	-5.2	-5.2	-3.3	-2.1	-1.3	-1.8
México (sector público consolidado)	-3.9	-0.4	1.6	0.7	-0.4	-0.1	-0.1
Perú (gobierno central) ^d	-5.6	-1.5	-1.5	-1.4	1.9	-1.6	2.0
Venezuela (sector público no financiero)	-0.5	-2.2	-5.9	-1.3	-13.8	-5.9	-0.0

^a Cifras preliminares

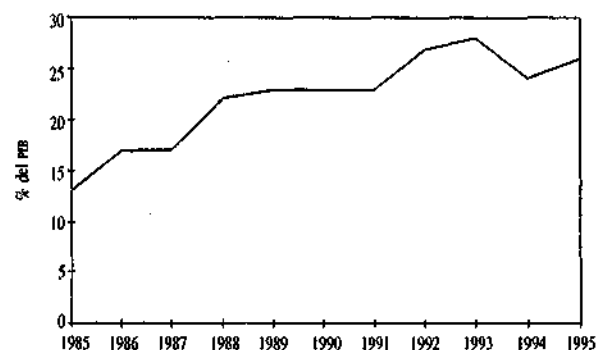
^b Excluye provincias y municipios.

^c Excluye el componente inflacionario de la tasa de interés.

^d Promedio de 1989-1990 corresponde al balance del sector público no financiero.

GRAFICO 2

Costa Rica: Deuda pública interna bruta, 1985-1995



comenzado a dar muestras de nerviosismo. Recuerdan un proceso semejante que se desencadenó en los años ochenta en varios países de América Latina y el Caribe, tras la suspensión del acceso al crédito externo a raíz de la crisis de México de 1982, y que culminó en diferentes formas de licuefacción, reconversión forzosa o repudio de la deuda (en México en 1987-1988 y en Argentina y Brasil en 1990).

La acumulación de la deuda interna plantea diversos interrogantes en materia de política. ¿Cuáles son las semejanzas y diferencias entre este proceso y lo ocurrido en el decenio de 1980? ¿Qué hemos aprendido desde entonces sobre la sostenibilidad de la deuda y la sostenibilidad fiscal? ¿Cuáles son los efectos de fenómenos como la privatización, los pasivos fiscales sin financiamiento previsto y las obligaciones contingentes en la sostenibilidad de la deuda? ¿A qué se debe que los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) aparentemente puedan mantener un volumen mucho mayor de deuda "sostenible" que los países de América Latina y el Caribe?

¿En qué medida puede la gestión de la deuda condicionar su sostenibilidad, y viceversa?

Estos son los temas que se examinarán brevemente a continuación. No es nuestra intención dar respuestas definitivas. Lo que deseamos es alentar nuevas investigaciones en un campo que, en mi opinión, tendrá importancia fundamental para las finanzas públicas en América Latina y el Caribe en los próximos diez años. A fin de facilitar la exposición, comenzaremos por la definición más sencilla y los métodos de comprobación más comunes de la sostenibilidad de la deuda, para luego examinar algunos problemas teóricos y prácticos más complejos.

II

Análisis estándar de la sostenibilidad de la deuda

La definición más común de sostenibilidad de la deuda es la siguiente: la deuda pública es sostenible si el valor actualizado de los superávits primarios futuros es igual o superior al saldo actual de la deuda pública, de modo que el Estado podrá de hecho pagar esa deuda con cargo a sus futuros superávits:

$$[1] D(0) \leq \int_0^{\infty} S(t) e^{-nt} dt$$

siendo $D(0)$ el saldo inicial de la deuda pendiente, en términos reales;

$S(t)$ el superávit fiscal primario en el momento t , en términos reales, y

r la tasa de interés real (de la deuda pública).

En esta definición se pone de manifiesto un primer hecho obvio: el análisis de la sostenibilidad de la deuda es el análisis de la sostenibilidad fiscal. Lo que importa determinar es si la situación fiscal (actual y prevista) permitirá reembolsar el saldo actual de la deuda. En caso negativo, las medidas de política se orientarán sobre todo a aumentar los superávits primarios futuros.

Si partimos del supuesto de que tanto la tasa de interés como la relación entre el superávit primario y el PIB permanecerán constantes (es decir, si se supone que el superávit primario crecerá al mismo ritmo que el PIB, siendo n la representación de la tasa de creci-

miento del PIB), la situación puede expresarse en una ecuación muy conocida que es la que se utiliza en la mayor parte de los análisis habituales de sostenibilidad de la deuda:

$$[2] (r - n) D(t) \leq S(t)$$

En esta ecuación se observa que la deuda es sostenible si su relación con el PIB se mantiene constante o disminuye con el tiempo (dado que es posible pagar intereses superiores a ese crecimiento con los superávits primarios corrientes). De hecho, la ecuación [2] puede deducirse también de ese requisito.¹ Puede interpretarse también como una condición de equilibrio estable. En términos más generales, se puede demostrar que el mantener una relación constante entre la deuda y el PIB es condición suficiente, pero no necesaria, para que la ecuación [1] sea válida (Blanchard, Chouraqui, Hagemann y Sartor, 1990). La mayor parte de los análisis de la sostenibilidad de la deuda tratan, por lo tanto, de comprobar si es probable que se dé esa condición.

Ante todo, señalaré que esta formulación elemental subraya que la sostenibilidad de la deuda (o fiscal) depende en forma decisiva de la tasa de interés real y

¹ $(D/Y) = D/Y - D/Y \cdot Y/Y = (rD - S)/Y - Dn/Y \leq 0$; de donde $(r - n) D \leq S$.

de la tasa de crecimiento prevista: cuanto mayor es la diferencia entre ellas (si r es mayor que n), mayores son los superávits primarios requeridos para que el saldo inicial de la deuda sea sostenible.

La mayor parte de los análisis de sostenibilidad de la deuda utilizan tasas de interés y de crecimiento determinadas de forma exógena. Lamentablemente, es

obvio que esas tasas dependerán tanto del saldo de la deuda como de la cuantía y trayectoria de los superávits fiscales. Esta es la principal desventaja —aunque de ningún modo la única— de utilizar reglas tan sencillas. Por lo tanto, antes de examinar algunos aspectos más complejos, quisiera señalar otras limitaciones del análisis estándar de la sostenibilidad de la deuda.

III

¿Contribuye la privatización a la sostenibilidad de la deuda?

Una de esas limitaciones es que dicho análisis no tiene en cuenta la posibilidad de reducir la deuda mediante la venta de activos del Estado, como han hecho varios gobiernos de América Latina y el Caribe en los últimos años. Indudablemente, podría aducirse que en principio la privatización de esos activos no debería tener ningún efecto en la sostenibilidad de la deuda. Como el ingreso neto generado por los activos que se van a privatizar debería haberse incluido en el saldo primario, no habría diferencia alguna en la evaluación de la sostenibilidad de la deuda si desapareciera ese flujo de ingresos y el producto obtenido de la privatización se utilizara para reducir la deuda. Este principio es válido siempre que el precio de venta de los activos del Estado sea igual al valor presente del ingreso

neto que se obtendría si la empresa quedara en manos de éste.

Sin embargo, desde un punto de vista microeconómico, el principio que justifica la privatización es, precisamente, el de que los empresarios privados pueden administrar mejor las empresas privatizadas, por lo cual estarían dispuestos a pagar un precio mayor que el valor presente del ingreso neto (descontados los impuestos) que las empresas percibirían si permanecieran en manos del Estado. En otras palabras, el valor presente del ingreso generado por la privatización más los impuestos pagados por la empresa privatizada podría ser mayor que el valor presente de los superávits operacionales de la empresa pública. En tal caso, la privatización de activos para reducir la deuda influiría en la sostenibilidad de ésta.

IV

¿Deuda bruta o neta?

Si el Banco Central emite títulos de deuda a fin de esterilizar las entradas de capital, ¿qué efecto tiene esto en el análisis de la sostenibilidad de la deuda (o la sostenibilidad fiscal)? ¿Qué sucedería si se emitieran títulos de deuda para ofrecer asistencia financiera a bancos con dificultades de cartera?

El problema no es de poca monta. En los últimos años, muchos países latinoamericanos han emitido de una u otra forma cantidades considerables de títulos de deuda con el objeto de esterilizar las entradas de capital. Por ejemplo, gran parte del aumento de la deuda

interna del Brasil en los últimos años ha tenido como contrapartida una acumulación de reservas internacionales y, en menor proporción, el otorgamiento de préstamos del Banco Central para apoyar a los bancos del país que se hallan en dificultades. Tanto las reservas como los préstamos bancarios aparecen como activos en el balance del Banco Central.

Las tenencias de divisas deben deducirse de la deuda bruta, ya que los intereses devengados no se incluyen en la definición de superávit primario. No obstante, es preciso tener presente que sus rendimien-

tos serán normalmente inferiores a los pagos por concepto de intereses sobre la deuda interna. Esta consideración deberá influir en la tasa de interés que se utilice en el análisis. Es decir, la acumulación de deuda interna con el fin de aumentar las reservas internacionales (o de reducir la deuda externa, como en Costa Rica) influye en la sostenibilidad de la deuda. Aun cuando la relación deuda neta-PIB permanezca constante, la tasa media de interés de la deuda neta aumentará como consecuencia de esas transacciones.

El problema es semejante cuando se emiten títulos de la deuda interna a cargo de otros activos fi-

nancieros. Por ejemplo, en Brasil, México, Venezuela, Argentina, Ecuador y varios otros países de América Latina y el Caribe, los bancos centrales han creado recientemente mecanismos de redescuento para los bancos que experimentan dificultades. Generalmente esterilizan el efecto monetario mediante la emisión de títulos de la deuda. Los préstamos a esos bancos se deben descontar al calcular la deuda neta, si se supone que el redescuento se reembolsará en su totalidad. Pero, ¿ocurrirá así realmente? Dicho de otro modo, ¿cuál es el verdadero valor de esos activos?

V

Obligaciones sin financiamiento previsto o contingentes

Otro elemento que hay que tener en cuenta es que el Tesoro puede tener obligaciones sin financiamiento previsto o contingentes, como los pasivos netos relacionados con el sistema de seguridad social, el seguro de depósitos para todo el sistema bancario o las garantías otorgadas a privados que invierten en obras de infraestructura.²

En los últimos años se han hecho esfuerzos encomiables por reconocer en forma explícita y financiar plenamente las obligaciones relacionadas con el sistema de seguridad social. Esta ha sido la principal orientación del proceso de reforma de la seguridad social emprendido por varios países de la región (Chile, Argentina, Colombia, Perú y más recientemente México). Estas medidas suelen incrementar el volumen de la deuda pública explícita. Sin embargo, es evidente que la sostenibilidad de la deuda (o sostenibilidad fiscal) ha mejorado, pues la deuda ya existía y no aumentará en el futuro siempre que haya financiamiento previsto para todas las nuevas obligaciones de los fondos de pensiones tanto públicos como privados. Por lo general, sigue habiendo algunas obligaciones sin financiamiento previsto (relacionadas con los empleados pú-

blicos, sobre todo miembros de las fuerzas armadas, personal docente, trabajadores del sector petrolero y algunos otros que han quedado excluidos del nuevo sistema), así como algunas obligaciones contingentes, tanto antiguas como nuevas (por ejemplo, las garantías de una pensión mínima).

El análisis de la sostenibilidad de la deuda debe tener en cuenta las obligaciones netas a largo plazo relacionadas con el sistema de seguridad social (obligaciones no cubiertas por las reservas actuales o las contribuciones previstas), ya sea como proyección del flujo a largo plazo o en valor presente como deuda neta. En la mayoría de los casos este enfoque revelaría rápidamente la insostenibilidad de la posición fiscal actual, aun cuando las cuentas fiscales parezcan estar en equilibrio y el volumen de la deuda pendiente explícita sea pequeño (como sucedía en todos los países que han reformado su sistema de seguridad social). Esto pondría de relieve, por supuesto, la importancia crítica de la reforma de los sistemas de seguridad social para la sostenibilidad fiscal.

¿Cómo se debe proceder respecto de las restantes obligaciones contingentes? Lo mejor sería, desde luego, tratar de estimar su cuantía e incluirlas explícitamente en las previsiones presupuestarias. Así está haciendo ahora Estados Unidos en el caso de las garantías de exportación y Nueva Zelanda con todos sus pasivos contingentes. En una conferencia reciente auspiciada por el Banco Mundial (a fines de mayo en

² Las obligaciones de algunos bancos o empresas administradas por el gobierno que están en bancarota y las garantías de la deuda de los Estados por el gobierno federal estarían ya incluidas en el saldo de la deuda, si en el análisis de sostenibilidad se da la plena consolidación del sector público.

Cartagena) se examinó este aspecto en relación con las garantías otorgadas a los promotores privados de obras de infraestructura.

Si no se emprende un proceso de esta índole y se

carece de indicadores de mercado, un buen procedimiento contable sería incluir un porcentaje de esas obligaciones en la deuda total del gobierno cuando se quiera analizar la sostenibilidad de la deuda.

VI

Demanda monetaria y disyuntiva deuda-inflación

Otra limitación del análisis tradicional de la sostenibilidad de la deuda, como el representado por las ecuaciones [1] y [2], es que ese análisis supone de partida que todos los déficit fiscales se financiarán mediante endeudamiento. En la práctica, los gobiernos pueden optar por financiar los déficit contrayendo deudas o emitiendo dinero. ¿En qué forma altera este hecho el análisis estándar de la sostenibilidad de la deuda?

La respuesta es sencilla: la deuda pública es sostenible si el valor actualizado de los superávit primarios futuros, más el señoreaje, es igual o superior al volumen actual de la deuda pública.

De acuerdo con esta definición, el señoreaje comprende tanto el impuesto sobre el dinero que supone la inflación como los ingresos provenientes de la creación de dinero que derivan de una mayor demanda en términos reales (por ejemplo, como consecuencia del aumento del ingreso real). El concepto de dinero aplicable a esta definición es el monto total de las obligaciones del sector público no sujetas al pago de intereses (por lo general, el dinero primario). Este enfoque permite consolidar plenamente el sector público no financiero con el Banco Central.

Como antes, una condición suficiente para que la deuda siga siendo sostenible de acuerdo con esta definición es que la trayectoria de los futuros superávit primarios más el señoreaje (como proporción del PIB) conduzca a un nivel de endeudamiento (como proporción del PIB) que sea constante a largo plazo (estado estable).

Cuando se tienen en cuenta las cuestiones relacionadas con el señoreaje, y cuando se considera constante la relación deuda/dinero primario, la ecuación que resulta es la siguiente:

$$[1'] \quad d = (r - n)d - s - (p + n)(1/V)$$

donde d es la relación deuda/PIB;

s es la relación superávit primario/PIB;

p es la tasa de inflación, y

V es la velocidad-ingreso del dinero primario.

Por consiguiente, la condición para que la relación deuda/PIB se mantenga constante ($d = 0$) es:

$$[2'] \quad (r - n)d - s = (p + n)(1/V)$$

Lo que figura a la derecha de [2'] denota el señoreaje, que resulta de la inflación y del crecimiento del PIB real.

Esta expresión puede replantearse para expresar la inflación en función de las otras variables:

$$[3] \quad p = d/b(r - n) - s/b - n$$

En este contexto, el análisis de la sostenibilidad de la deuda (o sostenibilidad fiscal) se convierte en un debate sobre la tasa de inflación que un país está dispuesto a tolerar. Si los demás factores no cambian, niveles diferentes de d (relación deuda constante a largo plazo/PIB) o de s (superávit primario/PIB) entrañarían niveles distintos de inflación. Cuanto más alta sea la deuda respecto de la base monetaria (Vd), mayor será la tasa de inflación en estado estable (siempre que la tasa de interés real sea más alta que la tasa de crecimiento de la economía).³

Obsérvese el papel fundamental desempeñado por la velocidad-ingreso del dinero. Determinados niveles de deuda o de déficit primarios, o de ambos, serán compatibles con niveles tanto más bajos de inflación cuanto más baja sea la velocidad-ingreso del dinero. Y al revés, cuanto más alta sea la demanda de dinero primario (lo contrario de la velocidad-ingreso del dinero) mayor será el nivel "sostenible" de la deuda pública para un nivel predeterminado de inflación aceptable en estado estable.⁴

³ Este resultado coincide con la "aritmética desagradable" de Sargent y Wallace (1981).

⁴ Naturalmente, el análisis de la sostenibilidad de la deuda adquiere mayor complejidad en la medida en que la velocidad-ingreso del dinero es a su vez una función de la tasa de inflación.

El anterior análisis demuestra claramente que no hay relaciones mágicas (deuda/PIB o deuda/superávit primario) que se puedan utilizar como normas internacionales para advertirnos de la existencia de una situación de insostenibilidad fiscal. Las grandes dis-

crepancias que observamos entre los distintos países en lo que se refiere a las tasas reales de interés, tasas de crecimiento y velocidad-ingreso del dinero revelan la existencia de distintos niveles de deuda sostenible.

VII

Sostenibilidad fiscal, incertidumbre y tasa de interés real de la deuda

Como se ha señalado antes, en todos los análisis de la sostenibilidad de la deuda el principal problema consiste en elegir la tasa de interés real "correcta". En los modelos analizados hasta aquí se utilizan tasas de interés exógenas. Lo que ocurre es que la tasa de interés depende tanto del nivel de endeudamiento como de la cuantía y la estructura de los superávits.

Ghani y Zang (1995) describen acertadamente este problema: La sostenibilidad de la deuda (tanto interna como externa) es un elemento integral de la estabilidad macroeconómica; la interacción de distintas variables de política (como la política financiera y la política sobre la deuda y las tasas de interés) y de las variables de los resultados (entre otras el PIB y el crecimiento de las exportaciones), así como las condiciones económicas internacionales (tasas de interés internacionales) determinan en conjunto si un país tiene un nivel de endeudamiento sostenible.

Por ejemplo, en un caso extremo, según equivalencias ricardianas puras, la variable decisiva que condiciona la tasa de interés real de la deuda pública no sería el superávit o déficit fiscal, sino el total del gasto público.⁵ Los gastos públicos representarían la cantidad de recursos que de hecho desplazan al sector privado. La forma en que estos gastos se financian (mediante la emisión de títulos de deuda o mediante impuestos) no tendría mucha importancia con respecto a las variables reales. Por ello, el monto de los gastos públicos podría ser una variable de importancia crítica (debido a su repercusión en las tasas de interés) para

determinar la sostenibilidad de la deuda (o la sostenibilidad fiscal). Se trata de un tema que merece más investigación empírica.

En términos más generales, dados todos los problemas teóricos y empíricos que suscita la medición "adecuada" de la deuda y los superávits primarios y la forma en que influyen en las tasas de interés, la tasa de interés real de la deuda pública puede ser un indicador sumario útil de las expectativas del mercado con respecto a la solvencia del gobierno.

De hecho, es muy posible que la principal limitación del análisis estándar de la sostenibilidad de la deuda esté en el hecho de que no tiene en cuenta la incertidumbre. La consideración explícita de ésta no sólo complicaría enormemente la ecuación [1], sino que pondría en tela de juicio el concepto mismo de deuda sostenible. Los tenedores de deuda pueden hacerse diferentes ideas de la sostenibilidad fiscal. Cuanto más probable consideren el incumplimiento de las obligaciones de pago (es decir, su impresión de "insostenibilidad" fiscal) exigirán tasas de interés más altas y aceptarán sólo plazos de vencimiento cortos.

Dado que no es posible predecir inequívocamente el futuro, las expectativas de "insostenibilidad" de la deuda (o de insostenibilidad fiscal) y, en consecuencia, la tasa de interés real dependerán no sólo de los factores fundamentales de la economía sino también de la credibilidad del gobierno.⁶ El hecho de que algunos países de la región hayan dejado de pagar su deuda interna (y externa) en el pasado, por uno u otro medio, sin duda influye en las expectativas actuales. A igualdad de los demás factores, en esos casos el nivel

⁵ La equivalencia ricardiana se aplicaría si los impuestos se recaudaran de una sola vez, los mercados de capital fueran perfectos y todos los individuos actuaran en forma altruista con respecto a sus herencias. Según estos supuestos, si el nivel de gastos fuese constante, el financiamiento de la deuda y de los impuestos sería equivalente.

⁶ Los márgenes de la deuda soberana con respecto de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos reflejan de hecho esas dos circunstancias.

de deuda sostenible es más bajo. Esta es otra razón por la cual un determinado nivel de deuda o déficit público (como proporción del PIB) podría ser sostenible en unos países pero no en otros.

No obstante, también plantea problemas usar las tasas de interés vigentes para los bonos públicos internos como medio de determinar la sostenibilidad de la

deuda (o la sostenibilidad fiscal). Puede ocurrir que el Banco Central esté aplicando temporalmente una política restrictiva y, en consecuencia, que la tasa de interés tal vez no refleje su nivel a largo plazo, habida cuenta de los parámetros de la economía. Asimismo, la "prima por riesgo" del gobierno podría verse afectada por fuerzas transitorias.

VIII

Gestión de la deuda y desarrollo de los mercados de capital

Cuando se emiten títulos de la deuda interna (lo mismo que en el caso de la deuda externa), es preciso adoptar varias decisiones de política sobre aspectos como los siguientes: vencimientos a plazos más o menos largos, tasas de interés variables o fijas, tasas nominales o vinculadas a la inflación, y frecuencia y modalidades de emisión (agentes, subastas, etc.). Esas decisiones influyen en los costos previstos de los intereses reales (que serán mayores cuando los vencimientos sean a más largo plazo) y en su varianza (pues el riesgo de refinanciamiento será más elevado cuando los vencimientos sean a plazos más breves). También en la liquidez y profundidad de los mercados de bonos internos. Estas, a su vez, influirán en la tasa de interés.

Por norma general el gobierno es el deudor más importante y el más solvente, por lo que los bonos del

Tesoro suelen ser el segmento más grande y con mayor liquidez de los mercados de bonos internos. Los valores del Tesoro, como es lógico, tienen una tasa de interés básica que sirve de referencia para otras formas de deuda, tanto semisoberana como privada. Por eso, la fijación de los precios de esos valores es importante no sólo en lo que toca a los costos directos del empréstito público, sino también a los de los empréstitos privados, tanto en los mercados internos como en los externos.

Para poder contar con mercados de bonos a largo plazo eficientes se requieren curvas de rendimiento consolidadas de los pagarés del Tesoro, por lo que la gestión de la deuda pública es fundamental para la evolución de los mercados de capitales a largo plazo.

IX

Gestión y sostenibilidad de la deuda

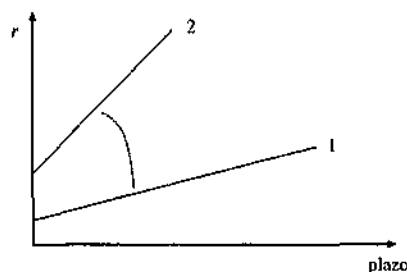
Por ello, la gestión de la deuda tiene importancia para su sostenibilidad, ya que influye en la tasa de interés real de la deuda pública. ¿Qué ocurre con la relación inversa?

Cuando la deuda se considera insostenible, las opciones para su gestión se reducen rápidamente. En realidad, esa percepción desplazará la curva de la demanda interés-vencimiento hacia arriba y, lo que es más importante, hacia adentro (gráfico 3).

En consecuencia, la emisión de títulos de deuda con plazos más largos pasará a ser una opción cada vez más costosa, por no decir imposible. No sólo aumen-

GRAFICO 3

Efectos de las expectativas de deuda "insostenible" sobre la tasa de interés y plazo de maduración de la deuda



tará la tasa de interés real media de los bonos públicos, sino que también tenderán a acortarse los plazos de vencimiento. La gestión de la deuda tropezará con graves dificultades, que se pueden convertir en una

verdadera pesadilla, hasta que se desencadene la inflación o se repudie la deuda. En ese contexto, el desarrollo de los mercados de capital es una víctima más de una posición fiscal insostenible.

Bibliografía

Blanchard, O., J.C. Chouraqui, R. P. Hagemann y N. Sartor (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).

Ghani, E. y H. Zang (1995): *Is Ethiopia's Debt Sustainable?*, Policy

research working paper N° 1525, Washington, D.C., Banco Mundial.

Sargent, T. J. y N. Wallace (1981): Some unpleasant monetarist arithmetic, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Minneapolis, Federal Reserve Bank of Minneapolis, otoño.