
gestión pública

La sostenibilidad de la deuda pública, el efecto bola de nieve y el “pecado original”

Ricardo Martner
Varinia Tromben

I L P E S



NACIONES UNIDAS

C E P A L

Instituto Latinoamericano y del Caribe de
Planificación Económica y Social

Área de Políticas Presupuestarias y Gestión Pública

Santiago de Chile, junio de 2004

Este documento fue preparado por Ricardo Martner y Varinia Tromben.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN impreso 1680-8827

ISSN electrónico 1680-8835

ISBN: 92-1-322540-7

LC/L.2150-P

LC/IP/L.246

N° de venta: S.04.II.G.75

Copyright © Naciones Unidas, junio de 2004. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Resumen	5
I. Introducción	7
II. Principales tendencias y aspectos contables	11
III. La dinámica de la deuda pública	19
1. El sesgo pro-cíclico de la política fiscal	20
2. El efecto bola de nieve.....	24
IV. Factores explicativos de las crisis fiscales	29
1. Un indicador de descalce de monedas	29
2. Un modelo de alerta temprana.....	31
V. ¿Cómo asegurar la sostenibilidad de la deuda pública?	35
VI. Bibliografía	37
Anexo	39
Serie Gestión pública: números publicados	45

Índice de cuadros

Cuadro 1	América Latina y el Caribe: deuda pública del gobierno central 1990-2003	13
Cuadro 2	América Latina y el Caribe: deuda pública del sector público no financiero 1990-2003.....	14
Cuadro 3	La magnitud del efecto bola de nieve en América Latina	25
Cuadro 4	Medidas del descalce de la deuda pública, 2002	31
Cuadro 5	Crisis de deuda en la base de datos (1970-2002)	33
Cuadro 6	Promedio de las variables y resultado de las regresiones, 1980-2002.....	34
Cuadro 7	Resultados de las regresiones: rendimiento del modelo	34

Índice de recuadros

Recuadro 1	Estrategias de gestión de la deuda pública	17
Recuadro 2	La metodología de cálculo de la deuda pública de Brasil.....	18

Índice de gráficos

Gráfico 1	América Latina y el Caribe: Saldo de la deuda pública según cobertura institucional, 1990-2003	12
Gráfico 2	América Latina y el Caribe: episodios de finanzas públicas pro-cíclicas, 1990-2001	21
Gráfico 3	América Latina y el Caribe: episodios de finanzas públicas pro-cíclicas, 1990-2001	22
Gráfico 4	Superávit primario efectivo y requerido para estabilizar deuda	23
Gráfico 5	La dinámica de la deuda pública en América Latina, 1998-2002.....	26

Resumen

Aunque en general los coeficientes de deuda pública sobre PIB (producto interno bruto) siguen siendo comparativamente más bajos en América Latina en relación a otros países emergentes, no se han podido evitar los problemas de liquidez. Algunos autores explican este contraste por el bajo nivel y la alta volatilidad de los ingresos públicos, por la debilidad de los sistemas financieros domésticos y por la mediocre calidad de las instituciones fiscales.

En este artículo se enfatiza también la importancia de otros factores exógenos. Así, la combinación de un escaso crecimiento económico y de devaluaciones en el marco de pasivos dolarizados generó una inmensa bola de nieve. Buena parte de ésta se explica por el denominado “pecado original”, es decir la imposibilidad para un país emergente de endeudarse externamente en su propia moneda.

Aunque la mayor parte del esfuerzo por controlar la dinámica de la deuda pública seguirá siendo doméstico, su sostenibilidad de mediano plazo pasa por iniciativas de las Instituciones Financieras Internacionales tendientes a mejorar las condiciones de endeudamiento público en los países emergentes.

I. Introducción

En el período 1998-2002, caracterizado como 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 35,7% a 50,5% 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, se agudizan las necesidades de financiamiento del sector público.

Además del *default* de Argentina y de la reestructuración de la deuda externa pública en Uruguay, muchos otros países de América Latina han tenido serios problemas de liquidez en los últimos años, 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, como resultado de la combinación de un fuerte endeudamiento externo de corto plazo y de tipos de cambio fijos o sobrevaluados. Sin duda, 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 de reducción de la deuda a principios de la década de 1990, la posterior combinación de altas tasas de interés (atribuibles en gran parte a las turbulencias en los mercados crediticios y al sesgo pro-cíclico de las agencias de evaluación del riesgo país), 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 –en un proceso del tipo bola de nieve– en la que de manera típica una proporción creciente de los ingresos fiscales es absorbida por el servicio de la deuda.

La combinación de un escaso crecimiento económico y de grandes depreciaciones de las monedas domésticas, en el marco de pasivos dolarizados, ha jugado un papel preponderante en las crisis recientes. Gran parte de esta bola de nieve proviene del denominado “pecado original”,¹ 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 doméstico. Los mercados financieros incompletos se caracterizan por fragilidades estructurales, provenientes del descalce de monedas (cuando los proyectos que generan recursos en moneda doméstica son financiados en divisas) y del 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 durante los años noventa (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 *default* por parte del sector público y limita fuertemente la efectividad de la política monetaria (Céspedes, Chang y Velasco, 2002).

Aunque en general los coeficientes de deuda pública sobre PIB –indicadores habituales de solvencia de largo plazo del sector público– siguen siendo comparativamente más bajos en América Latina,² no se pudieron evitar los problemas de liquidez de corto plazo, que tanto daño producen a la credibilidad de los países. Los últimos trabajos explican este contraste por el bajo nivel y la alta volatilidad de los ingresos públicos, por la debilidad de los sistemas financieros domésticos y por la mediocre calidad de las instituciones fiscales.

A la luz de los acontecimientos recientes, el FMI (Fondo Monetario Internacional) ha puesto en el centro de sus preocupaciones el tema de la sostenibilidad de la deuda, y ha desarrollado varios trabajos al respecto (véase por ejemplo el *World Economic Outlook* de septiembre 2003). Una polémica conclusión de algunos de éstos y de otros documentos es que, para ser sostenible, la deuda pública no debiera superar 25-30% del PIB en los países emergentes.³ Si tal fuera el límite, la mayoría de los países de América Latina entran en la dudosa categoría de “insostenibles”, por lo que deberían generar superávit primarios cuantiosos en los años que vienen para absorber la deuda pública excesiva.

Los trabajos aplicados a cada país son bastante más cautos, pues resaltan más bien cuestiones estructurales en la valoración de la sostenibilidad de la deuda pública (véase por ejemplo FMI, 2003a). Como enfatiza 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 así evitar conclusiones generales en lo que se refiere al nivel óptimo de la deuda pública.

Luego de describir, en la segunda sección, las principales tendencias y los problemas contables que impiden disponer de una base comparativa apropiada para el análisis de la deuda pública, se analizan, en la tercera sección, los distintos componentes de la dinámica de la deuda pública, poniendo especial énfasis en el efecto bola de nieve y en el sesgo pro-cíclico de la política

¹ La expresión fue utilizada por primera vez por Eichengreen y Haussman (1999).

² El promedio de la deuda pública, según estimaciones del FMI (véase *World Economic Outlook*, septiembre 2003), alcanza casi 70% de PIB para los países emergentes de Asia, 90% de PIB para los países emergentes de África y del Medio Oriente, y 55% de PIB para los países en transición.

³ Varios artículos recientes llegan a conclusiones similares; véase por ejemplo, Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), Goldstein (2003).

fiscal. En la cuarta sección se examinan los factores explicativos de las crisis de 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 entrar en una crisis de deuda 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. En la quinta sección se concluye revisando las diversas propuestas que apuntan a mejorar las condiciones de financiamiento de la deuda pública, tendientes a asegurar sostenibilidad en el largo plazo en los países de ingresos medios de América Latina.

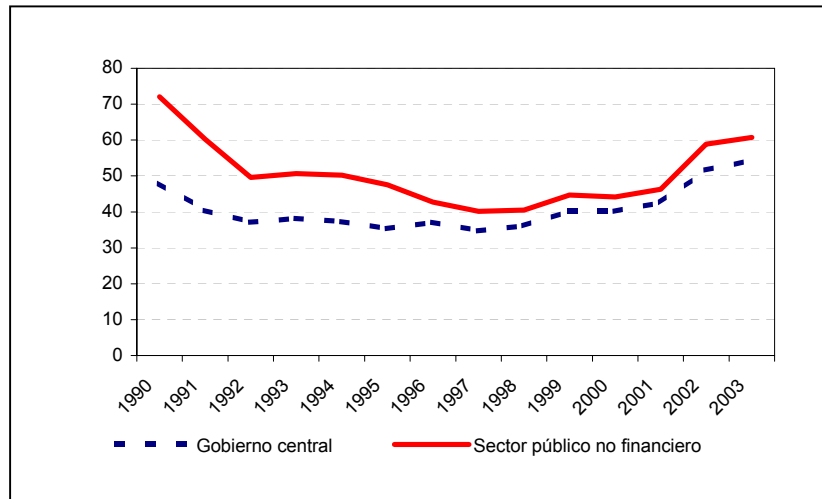
II. Principales tendencias y aspectos contables

Cuando se examina la trayectoria de la deuda pública a partir de 1990, en promedio, se obtiene un perfil en “U” (véase gráfico 1). La deuda disminuye hasta 1997 y aumenta posteriormente; su nivel es, sin embargo, inferior en el 2003 al de 1990, cuando la cobertura es el 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.⁴

En los cuadros 1 y 2 se presentan los coeficientes de deuda pública como proporción del producto del gobierno central y del sector público no financiero. Para el Gobierno central, en once de los diecinueve países incluidos en los cuadros el coeficiente entre deuda pública y producto se redujo entre 1990 y 2003; en algunos de estos países (Chile, Ecuador, México y República Dominicana hasta el 2002) la disminución fue muy significativa. En cambio, en siete países de la región la relación entre deuda pública y producto aumentó fuertemente, mientras que Bolivia mantuvo estable dicho coeficiente.

⁴ Esta evolución refleja el impacto de los programas apoyados por el FMI, en que en general se fijan metas de saldo y de deuda pública con una cobertura amplia, que incluye a las empresas públicas. Véase Martner (2003) para una discusión sobre este tema.

Gráfico 1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA
SEGÚN COBERTURA INSTITUCIONAL, 1990-2003
(Porcentaje de PIB)



Fuente: CEPAL, sobre la base de información oficial.

Mención aparte merece la evolución en 2001-2002 de la relación deuda pública y producto en Argentina y Uruguay. En ambos casos, el brusco salto del coeficiente, que siguió a las devaluaciones de sus respectivas monedas, ilustra de manera contundente el denominado “pecado original”. En Argentina, sin duda el régimen de convertibilidad 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 la profundización de 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 registra en Ecuador, pues la persistencia de la inflación en un régimen de dolarización apreció el tipo de cambio real, reduciendo en términos relativos el peso de la deuda pública en la economía.

Cuadro 2
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA PÚBLICA DEL
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1990-2003
(Porcentaje de 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	11,9	17,1	20,4	21,6	26,4	25,8
externa	-	-	-	-	-	-	12,8	14,5	17,4	21,7	24,0	27,0	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	-	77,3	83,0	85,1	77,6	64,7	64,4	56,6	61,9	92,0	79,7	63,4	55,6	51,6
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	11,0
externa	-	75,1	81,5	82,3	69,9	57,4	55,6	49,6	51,4	73,9	62,0	50,1	44,2	40,6
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	84,4	81,0	76,8	85,9	94,6	87,0	82,2	80,3	72,7	77,2	69,7	68,7	71,0	71,9
interna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,6	3,9	3,8
externa	84,4	81,0	76,8	85,9	94,6	87,0	82,2	80,3	72,7	77,2	69,7	65,1	67,1	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	-
interna	-	-	-	-	6,7	9,9	15,5	29,6	26,5	22,2	28,2	41,9	50,3	-
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	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	31,7	26,2	19,4	17,7	15,8	15,6	14,5	15,0	18,6	27,2	28,9	32,1	42,9	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	55,6	47,3	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	65,5	50,9	44,6	44,5	43,1	40,7	34,6	30,4	30,3	32,5	30,9	31,4	37,5	38,0

Fuente: CEPAL, sobre la base de información oficial.

^a Se utilizaron los datos de PIB expresados en moneda local de cada país y a precios corrientes de la CEPAL para calcular los indicadores de esta tabla.

^b Corresponde a Gobierno central.

^c Promedio simple sin incluir deuda pública de Nicaragua.

Cuando la cobertura es el sector público no financiero, se observan pocas diferencias, excepto en el caso de Brasil. En este último país, la deuda pública neta en el 2003 pasa de 36,2 puntos de PIB a nivel de Gobierno Central a 58,2 a nivel del 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 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” (véase el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas 2001, Fondo Monetario Internacional, 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 en algunos casos de los pasivos contingentes, se puede enumerar los siguientes problemas de clasificación:

- La consolidación de los datos dentro de una misma esfera de gobierno. El Manual 2001 del FMI 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 tenedores de bonos de la Tesorería), de manera que en algunos países se presentan datos consolidados (en algunos casos ello se presenta como deuda neta) y no consolidados. ¿Cuál es el número 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 mismo sector público no tienen los mismos efectos macroeconómicos que el endeudamiento con el sector privado. Subsiste en cualquier caso la duda respecto de cuál es la mejor metodología a nivel de Gobierno Central, cobertura a la que se refiere la mayoría de los datos. El problema desaparece por supuesto a medida que se amplía la cobertura a nivel de Gobierno General o Sector Público No Financiero.
- La integración de la deuda del Banco Central; en algunos casos se incluyen los pasivos pero no los activos (reservas internacionales), lo que tiene como consecuencia un abultamiento de la deuda en países en que la base monetaria es significativa.
- 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?
- Tres países de la región no publican datos oficiales de su deuda pública interna: Honduras, Paraguay y República Dominicana.

En lo que se refiere a la composición, 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 casos en que estos instrumentos no están indizados al dólar. Los casos especialmente destacados, en este sentido, son Brasil, Colombia, Costa Rica y México.

Las directrices de gestión de la deuda pública del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial establecen que el principal objetivo de la gestión de la deuda pública consiste en “hacer posible la satisfacción de las necesidades de financiamiento del sector público y el cumplimiento de sus obligaciones de pago de mediano y 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 (véase 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 este análisis, se examinan las características y los riesgos de los flujos de caja de activos y, en la medida de lo posible, se seleccionan pasivos con características similares, con el objeto de minimizar las posibilidades de falta de liquidez producto del descalce de plazos y monedas.

Desde la crisis de los años ochenta, 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 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 Gobierno General sector público en Brasil representaba más de 70 puntos porcentuales del PIB en 2002, mientras que la deuda consolidada era algo superior al 50% del PIB (véase recuadro 2). Aunque la meta acordada con el FMI se refiere al segundo indicador, la mayoría de los analistas utilizan el primero.

Sin una metodología homogénea que permita una contabilidad completa de activos y pasivos, lo habitual debería ser registrar, para efectos comparativos, 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.

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, o indizadas 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 del 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 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 y FMI (2002): “Directrices de la gestión de la deuda pública”.

Recuadro 2

LA METODOLOGÍA DE CÁLCULO DE LA DEUDA PÚBLICA DE BRASIL

La deuda bruta del Gobierno Federal (el Gobierno Federal está compuesto por la administración directa e indirecta, el sistema público de seguridad social y los fondos públicos federales que no poseen características de intermediarios financieros) corresponde al total de los pasivos del gobierno nacional con los gobiernos subnacionales, el sistema financiero público y privado, el sector privado no financiero y el resto del mundo. Las obligaciones vinculadas al área externa son convertidas a reales por el tipo de cambio de final del período. Los valores de la deuda bruta del Gobierno Federal son calculados sobre la base de la posición de cartera, sin tomar en consideración las operaciones comprometidas por el Banco Central. Para obtener la deuda neta, se deducen los créditos representados por títulos públicos federales que se encuentran en poder de sus órganos de administración directa e indirecta, de fondos públicos federales (inversiones de la seguridad social, del Fondo de Asistencia Social y de otros fondos en títulos públicos) y de los estados y municipios.

Los rubros más significativos de la deuda neta del Gobierno Federal (37,6 puntos del PIB) para 2003 son:

- Los títulos del Tesoro Nacional que no están en poder del Banco Central: deuda pública interna federal compuesta por títulos públicos emitidos por el Tesoro Nacional (+43,3);
- Las deudas securitizadas (+1,4);
- La cartera de fondos constitucionales y otros fondos y programas del Gobierno Federal (-4,7);
- Los recursos del Fondo de Asistencia al Trabajador, FAT (-5,6);
- La Ley 9.496/1997 (-15,4): Las deudas de estados y municipios, renegociadas con el Gobierno Federal en el ámbito del Programa de Apoyo a la reestructuración y el Ajuste Fiscal de los Estados (PARAFE);
- La Ley 8727/1993 (-1,3): Renegociación de las deudas de estados y municipios existentes en 30/6/1993, refinanciadas por la Unión;
- Otras deudas reestructuradas (-1,8);
- Créditos del Gobierno Federal (-2,5);
- Relación con el Banco Central de Brasil (+10,0): Resultado neto entre las disponibilidades del Gobierno Federal en el Banco Central y la cartera de títulos públicos federales del B. Central;
- La deuda externa (+13,9).

La deuda del gobierno federal es informada como bruta y neta con una periodicidad mensual, cuya diferencia en el ejemplo de 2003 asciende a más de 15 puntos porcentuales del PIB en el nivel del Gobierno Federal. La deuda neta del sector público consolidado (compuesto por el gobierno general, el Banco Central y las empresas públicas no financieras de los tres niveles de gobierno) corresponde a la deuda neta del gobierno nacional (es decir el Gobierno Federal y el Banco Central) sumada al saldo neto de endeudamiento de los gobiernos subnacionales con el gobierno nacional, el sistema financiero público y privado, el sector privado no financiero y el resto del mundo. También se incluyen el sistema público de la seguridad social estadual y municipal y los fondos públicos estaduais y municipales que no poseen las características de intermediarios financieros. A este saldo se le hacen diversos ajustes para llegar al concepto de deuda fiscal neta: por privatizaciones, por ajuste patrimonial, sobre la deuda externa (fluctuaciones cambiarias) y sobre la deuda interna (lo que también incluye fluctuaciones cambiarias al estar buena parte de la deuda interna indizada al dólar). La deuda neta del sector público armonizado no considera la base monetaria, conforme a la metodología seguida por el Grupo de Monitoreo Macroeconómico del MERCOSUR. La pregunta surge: ¿cuál es el dato apropiado?

DEUDA PÚBLICA DE BRASIL

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Deuda neta Gobierno Nacional	25,0	29,8	30,6	32,8	35,3	37,2
Gobierno federal	25,6	29,6	29,8	33,4	35,7	37,6
Banco central	-0,6	0,2	0,8	-0,6	-0,4	-0,4
Deuda bruta Gobierno General	54,8	58,5	64,5	70,6	71,4	79,0
Deuda neta Gobierno General	39,8	45,7	45,9	51,7	54,2	58,0
Gobierno federal	25,6	29,6	29,8	33,4	35,7	37,6
Estados y municipios	14,2	16,1	16,1	18,3	18,5	20,4
Deuda neta Sector Público consolidado (A)	41,7	48,7	48,8	52,6	55,5	58,7
Gobierno General	39,8	45,7	45,9	51,7	54,2	58,0
Banco central	-0,6	0,2	0,8	-0,6	-0,4	-0,4
Empresas públicas no financieras	2,6	2,8	2,2	1,6	1,7	1,1
Deuda neta sector público armonizado					51,8	
Ajuste de privatización (B)	-3,2	-3,7	-5,1	-4,8	-4,0	-4,1
Ajuste patrimonial (C)	3,3	4,2	4,6	6,2	5,8	6,0
Ajuste metodológico sobre deuda externa (D)	0,6	3,3	3,8	4,4	8,0	6,5
Ajuste metodológico sobre deuda interna (E)	0,7	4,4	4,9	6,0	9,6	8,3
Deuda fiscal neta (A-B-C-D-E)	40,3	40,5	40,6	40,8	36,1	42,0

Fuente: Banco Central de Brasil.

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:

$$(1) \quad D_t = D_{t-1} - SG_t + SF_t$$

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 “stock-flujo”, que permite asegurar la consistencia entre el endeudamiento neto y la variación del saldo de la deuda pública.⁵ El ajuste stock-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”.⁶

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

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

⁵ Para una aplicación de esta metodología a los países de Europa, véase Comisión Europea, 2003.

⁶ Un ejemplo ha sido el reconocimiento de beneficios del sistema previsional.

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.⁷ 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:

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

Reordenando términos se obtiene:

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

o, si las minúsculas representan proporciones sobre el PIB:

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

La dinámica de la deuda (Δd) se separa entonces en tres componentes: el balance primario (sp), el efecto bola de nieve y el ajuste stock-flujo (sf). Analizamos en detalle los dos primeros en lo que sigue.

1. El sesgo pro-cíclico 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 ha sido recogido por la CEPAL (1998) desde hace bastante tiempo, al recomendar el uso de un indicador estructural de saldo público en vez del saldo efectivo. Si tal fuese el caso, la razón deuda pública 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 pasada. Ello tiene como consecuencia una acumulación de la razón deuda pública sobre PIB incluso en períodos caracterizados por un crecimiento superior al de tendencia.⁸ Una manera de analizar este sesgo es comparando 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

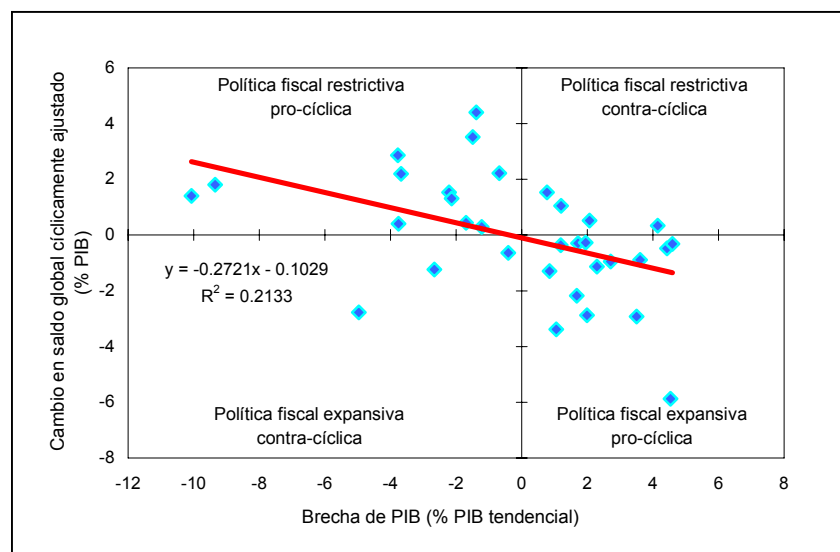
⁷ La tasa de interés “implícita” debe ser entendida como una aproximación de la tasa de interés real pagada por el país. Utilizar el “spread” de los bonos soberanos emitidos por los países en comparación con el bono del Tesoro de EE.UU. puede resultar engañoso dado que éste sólo expresa la tasa de interés pagada en un momento determinado, cuando aquí se analiza un saldo que comprende todas las deudas generadas en el pasado. Véase los resultados obtenidos en anexo.

⁸ Un estudio relativo a 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 pro-cíclico en la política fiscal (European Commission, 2001).

del ciclo económico, los puntos debieran distribuirse a lo largo del eje de las abscisas. En el caso de políticas contra-cíclicas, 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 pro-cíclicas.

Gráfico 2
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EPISODIOS DE FINANZAS PÚBLICAS PRO-CÍCLICAS, 1990-2001

(Cambios en el saldo global cíclicamente ajustado y brecha de PIB)



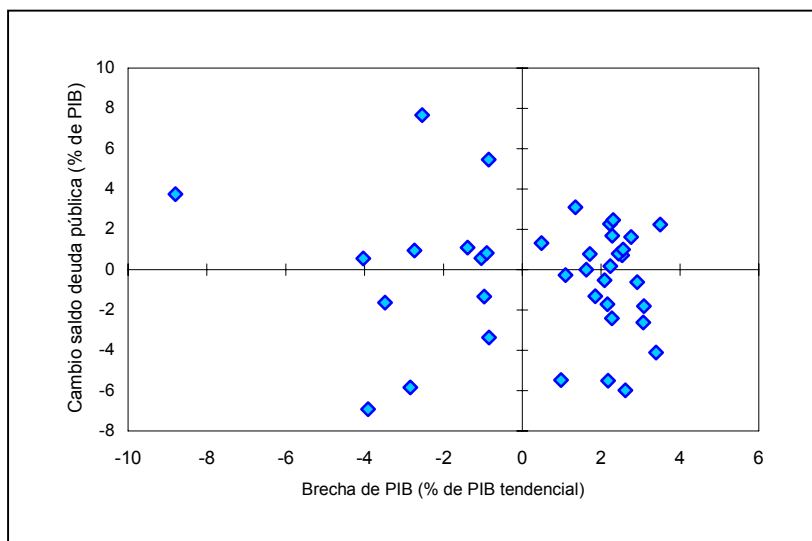
Fuente: Ricardo Martner, Varinia Tromben (2003). Sólo se incluyen los episodios en los cuales los valores absolutos del promedio anual de la brecha de PIB y del promedio anual del cambio en el saldo cíclicamente ajustado son superiores a 0,25% por dos años o más. Se utiliza la cobertura de Gobierno Central.

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 pro-cíclico, y en sólo 8 se verificó un comportamiento contra-cíclico. 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 expansionista. En 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.⁹ 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 cuarenta y cinco episodios, la posición de las economías en el ciclo con los cambios en la deuda pública, a nivel de gobierno central.

⁹ En este caso, los países no tienen más remedio que ajustar en la mayoría de los casos, por lo que se trata más de un resultado que de una política.

Gráfico 3
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EPISODIOS DE FINANZAS PÚBLICAS PRO-CÍCLICAS, 1990-2001
(Cambios en la deuda pública del gobierno central y brecha de PIB)



Fuente: Ricardo Martner, Varinia 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.

En este caso se observan quince episodios contra-cíclicos 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 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. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en Brasil (1995-1998), Colombia (1994-1998), Costa Rica (1998-2001) y Paraguay (1993-1998) en los años recientes.

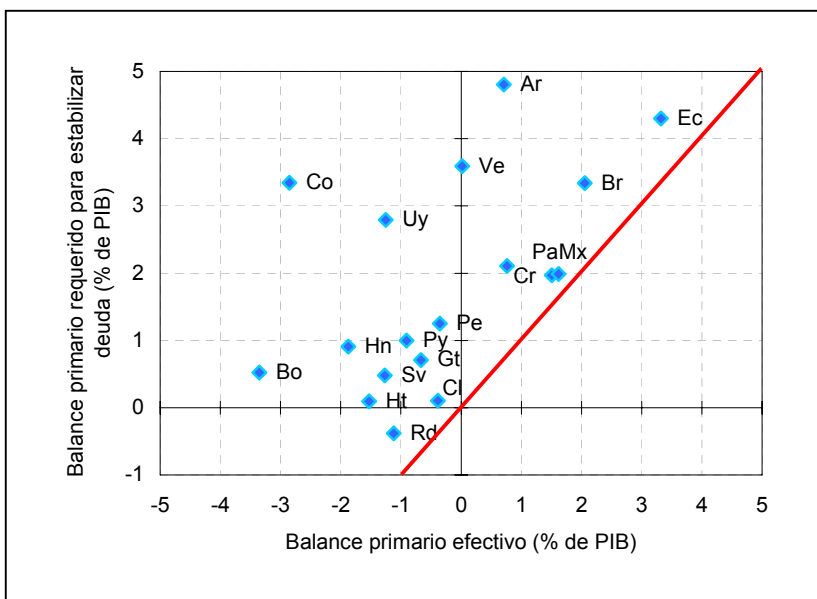
Los países que ganaron grados de libertad durante la década de 1990, disminuyendo el peso de su deuda pública en períodos de auge económico, estuvieron mejor preparados para enfrentar la reversión del ciclo. Durante el período 1998-2002, ciertos países presentaron sistemáticamente un saldo primario negativo, 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 balance primario efectivo y el balance primario necesario para estabilizar la deuda pública, calculado como el indicador de sostenibilidad estándar de corto plazo de Blanchard y otros (1990).

El balance primario requerido se calcula como aquel que estabiliza el saldo de deuda pública sobre PIB. En términos de la ecuación (5), se asume $\Delta d=0$, $sf=0$ y se obtiene por lo tanto,

$$(5\text{-bis}) \quad sp_t = d_{t-1} \cdot \frac{r-n}{1+n}$$

Gráfico 4
SUPERÁVIT PRIMARIO EFECTIVO Y REQUERIDO
PARA ESTABILIZAR DEUDA

(Promedio para 1998-2002, en porcentaje de PIB)



Fuente: Elaboración propia.

Se aprecia de este modo una significativa diferencia negativa entre ambos conceptos, excepto para Chile, República Dominicana, México y Panamá que se encuentran prácticamente sobre la isorecta. La brecha (para alcanzar la isorecta en el gráfico, que representa el punto de encuentro) alcanzó en promedio más de cinco puntos de PIB en Colombia, y más de tres puntos en Argentina, Uruguay y Venezuela. 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 flujo-stock.

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, en promedio el máximo del efecto bola de nieve alcanzó 4,1 puntos de PIB, asociado con un saldo de deuda pública de 54,6% de PIB (véase cuadro 3). Los niveles máximos alcanzaron a 12,2 puntos de PIB en Ecuador, 8,8 puntos en Argentina y Venezuela, y más de 5 puntos en Brasil, Honduras y México. Por el contrario para los países europeos el máximo alcanzó como promedio para el mismo período 3,8 puntos de PIB, con un saldo de deuda pública asociado muy superior, de 72,8% de PIB.

El gráfico 5 presenta una expresión cuantitativa de la dinámica de la deuda como proporción del PIB (Δd), separando la contribución del saldo primario en relación al PIB ($-sp$), el efecto bola de nieve, y el ajuste stock-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 y que tienen, por lo tanto, acceso a los mercados internacionales de capitales, cuya deuda pública aumentó. En el grupo B, los países que tienen acceso a los mercados pero han tenido una deuda pública decreciente o constante. En el grupo C se agrupa a los países que no están incluidos en el EMBI (Emerging Markets Bond Index), según la clasificación de JP Morgan.

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

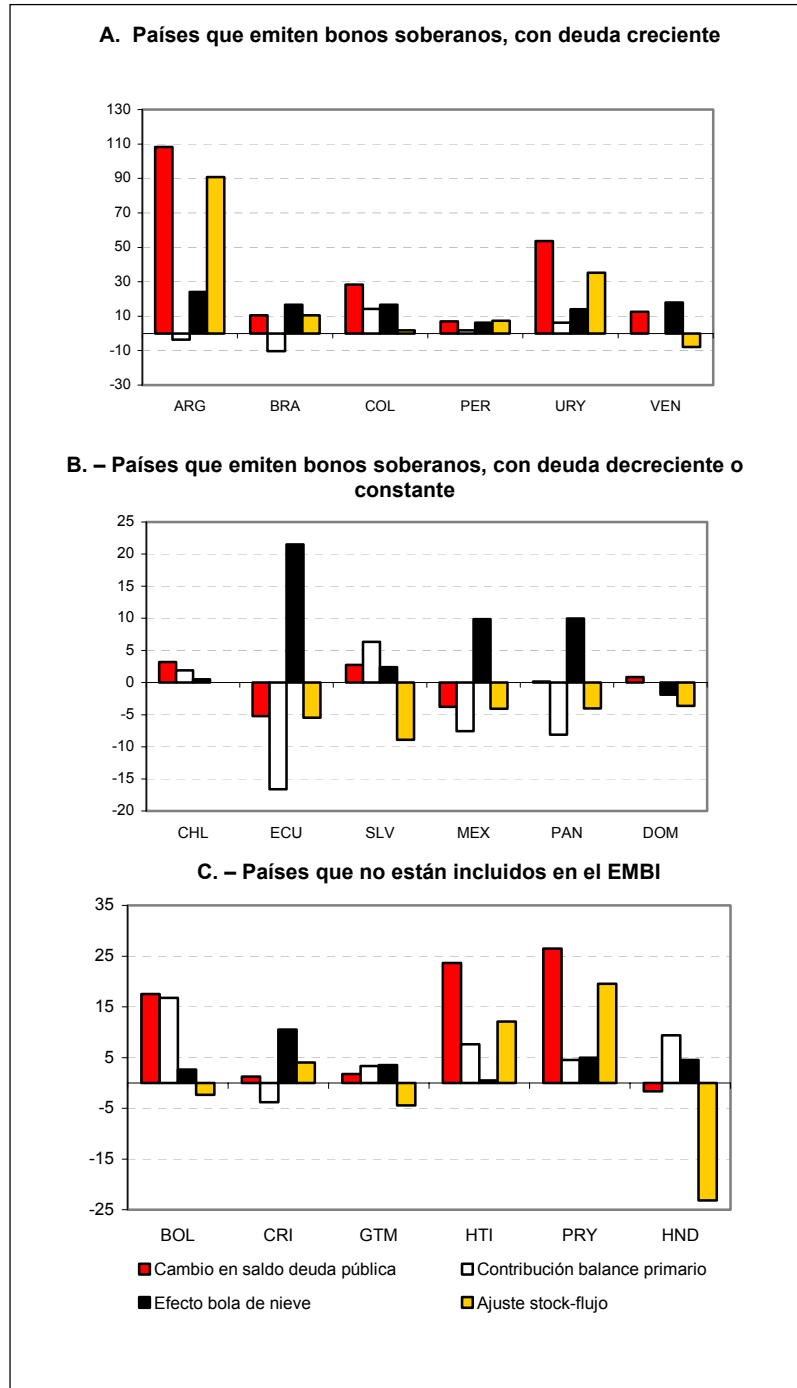
El caso de Brasil es aleccionador, ya que el esfuerzo de acumular más de diez puntos de superávit primario durante el período 1998-2002 no fue suficiente para contener el crecimiento de la deuda pública, en gran medida debido al bajo crecimiento económico y al deterioro de las condiciones de financiamiento. Por otra parte, la fijación de metas de saldo primario (en vez de metas de saldo global o de deuda), convenida con el FMI, representó un gran logro, pues permitió separar el objetivo fiscal de las fluctuaciones de las tasas de interés y del tipo de cambio. Entre 1999 y el 2002 ello significó que el déficit global y la deuda pública fueran superiores a los esperados, habrá que ver si se produce un cambio duradero de las condiciones reales y financieras que permita la reducción de la relación deuda pública sobre PIB.

Cuadro 3
LA MAGNITUD DEL EFECTO BOLA DE NIEVE EN AMÉRICA LATINA
(Porcentajes del PIB)

	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	
Países de América Latina	4,1	54,6	9,1	16,0
Argentina	8,8 (2002)	145,9	24,0	108,3
Bolivia	1,4 (2001)	71,7	2,6	17,5
Brasil	5,2 (1999)	30,1	16,7	10,6
Chile	0,5 (1999)	13,8	0,5	3,2
Colombia	4,3 (1999)	29,5	16,7	28,4
Costa Rica	4,4 (1996)	33,2	10,5	1,3
Ecuador	12,2 (1999)	83,6	21,5	-5,2
El Salvador	0,9 (1996)	37,8	2,4	2,7
Guatemala	1,0 (2001)	18,0	3,5	1,8
Haití	0,8 (2002)	60,3	0,5	23,6
Honduras	5,7 (1994)	94,6	4,5	-1,6
México	6,4 (1995)	40,8	9,8	-3,8
Panamá	3,9 (2001)	83,3	10,0	0,2
Paraguay	1,4 (2002)	39,3	5,0	26,5
Perú	4,7 (1992)	59,6	6,2	7,0
República Dominicana	0,4 (2002)	24,0	-1,9	0,9
Uruguay	4,7 (2002)	76,8	14,0	53,6
Venezuela	7,9 (2002)	41,0	18,0	12,6
Unión Europea	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: Elaboración propia para países de América Latina y Comisión Europea (2003) para los países europeos.

Gráfico 5
LA DINÁMICA DE LA DEUDA PÚBLICA EN AMÉRICA LATINA, 1998-2002
(Variaciones en porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia.

En el grupo B, se puede observar que hubo un descenso de la deuda pública en Ecuador y México mientras en los demás países la relación deuda público sobre PIB se mantuvo relativamente constante. En El Salvador, se produjo un intenso ajuste patrimonial positivo atribuible al reciente proceso de dolarización. Ecuador requirió acumular superávit primarios casi de 17 puntos de PIB para lograr una disminución de 5 puntos de PIB en su deuda pública. Al igual que en El Salvador hubo un ajuste patrimonial positivo debido al proceso de dolarización. En República Dominicana, la constancia de la deuda pública sobre PIB fue totalmente revertido por la crisis del sistema financiero en 2003. Así, el saldo de la deuda pública alcanzó al 40% del PIB en 2003, mientras que el año anterior había llegado a 24%. En el caso de México, las autoridades fiscales lograron neutralizar el impacto negativo del efecto “bola de nieve” generando superávit primarios. Mientras es notable la total ausencia de ese mismo 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 para Costa Rica. En Honduras, Haití, Guatemala y Bolivia, la tasa de interés implícita fue relativamente baja. En estos países, buena parte del financiamiento externo es de tipo concesional, pues proviene de los programas de apoyo de las instituciones financieras internacionales.

En aquellos países en que ha aumentado la deuda, los eventos ajenos a la propia dinámica de la deuda pública, o ajuste stock-flujo, han sido muy importantes, reflejando fuertes variaciones de los precios relativos y el reconocimiento de deudas contingentes,¹⁰ de otros niveles de Gobierno o del sistema financiero.¹¹ 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.

¹⁰ 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.

¹¹ Una estimación reciente de los costos fiscales de las crisis del sistema financiero puede consultarse en FMI (2003a).

IV. Factores explicativos de las crisis fiscales

1. Un indicador de descalce de monedas

Un 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 mientras los ingresos del gobierno dependen en gran medida del producto doméstico. 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 producto. Para eso, partimos nuestro análisis de la ecuación (5) suponiendo nuevamente que no existe ajuste stock-flujo. Para obtener una deuda sobre PIB constante (\bar{d}), el superávit primario debe satisfacer:

$$(6) \quad sp = \bar{d} \left[\frac{(1+r)}{(1+n)} - 1 \right]$$

La deuda pública sobre PIB se define de la siguiente manera:

$$(7) \quad \bar{d} = \frac{D}{Y} = \frac{D^{NT} + eD^T}{Y^{NT} + eY^T}$$

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 no transables; D^T es la deuda en términos de transables; Y^{NT} es el producto en términos de no transables; Y^T es el producto en términos de transables (aproximado por las exportaciones). La medida de descalce de moneda entre deuda pública y producto se calcula entonces de la siguiente manera: $(D^{NT} / eD^T) / (Y^{NT} / eY^T)$. Esta medida puede tomar cualquier valor comprendido entre 0 y 1. Para ilustrar esta medida consideremos los siguientes casos límites:

Si $\bar{d} = \frac{eD^T}{Y^{NT}}$ es decir, si existe descalce perfecto en el sentido que la deuda pública se encuentra totalmente expresada en moneda extranjera mientras el producto se encuentra totalmente expresado en moneda local (el país no produce bienes transables), entonces los efectos de las oscilaciones del tipo de cambio tendrán lugar exclusivamente en la deuda pública. Este es el peor de los escenarios en el cual la devaluación golpea totalmente la sostenibilidad fiscal.

Si $(D^{NT} / eD^T) / (Y^{NT} / eY^T) = 1$, existe calce perfecto en la composición de monedas de la deuda pública y del producto. En este caso la devaluación no tendrá ningún efecto sobre la sostenibilidad fiscal.

En el cuadro 4 se calcula para algunos países de América Latina dos medidas de descalce de monedas de la deuda pública y del producto: en la primera se define como deuda en términos de transables a la deuda externa, en la segunda medida definimos como deuda en términos de transables aquella deuda expresada en moneda extranjera.

El indicador es inapropiado para países dolarizados como Ecuador y El Salvador, pero muestra un alto grado de descalce en Argentina, Brasil, Colombia, Perú, Uruguay y Venezuela. La mayoría de estos países exhiben grados de apertura comercial relativamente bajos (medido en exportaciones sobre PIB), cuando se compara con los niveles de deuda externa.

Por supuesto, la composición pública/privada de las exportaciones también debería ser considerada en esta evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública. Sin embargo, en años recientes muchos países están recaudando impuestos a la exportación de ciertos bienes primarios y *royalties* en el sector minero, para así reducir el descalce de monedas del sector público.

Cuadro 4
MEDIDAS DEL DESCALCE DE LA DEUDA PÚBLICA, 2002

	Deuda externa / Deuda pública total (%)	Exportaciones / PIB (%)	Descalce deuda pública, medida 1 ^a	Descalce deuda pública, medida 2 ^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 La medida 1 del descalce de la deuda pública considera sólo la deuda externa pública.

^b La medida 2 del descalce de la deuda pública incluye además la deuda interna expresada en moneda extranjera.

México y Chile se encuentran en una mejor posición, cuando se usa el primer indicador de descalce. ¿Cuál es el número ideal? Si el indicador es igual a 1, los países podrían pagar sus obligaciones externas en un año si destinaran el total de sus exportaciones. Esta situación es poco plausible; quizás un indicador cercano a 0,5 muestra 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 doméstica expresada en moneda extranjera.¹² En Brasil por ejemplo, 30% del total de la deuda doméstica se encontraba indizada en dólares, lo cual incrementa su descalce de monedas. Una excepción es México donde la deuda pública interna es totalmente emitida en moneda local. Aparece entonces que los indicadores tradicionales de sostenibilidad no logran recoger el problema clave que representa el descalce de monedas.

Como se observa, los saldos primarios requeridos para estabilizar la deuda pública son extremadamente volátiles, como consecuencia de la variabilidad de las tasas de interés, de los tipos de cambio y de las tasas de crecimiento de las economías. Aunque la descomposición recién expuesta 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.

2. Un modelo de alerta temprana

Como se planteó al principio, la evaluación de la sostenibilidad fiscal es por naturaleza probabilística. Una perspectiva comparada permite abordar el tema de forma más flexible que con indicadores, estimando funciones de reacción de la política fiscal (FMI, 2003b) o modelos probabilísticos (Manasse, Roubini y Schimmelpfenning, MRS, 2003). En el primer caso, el saldo primario fiscal depende del nivel de deuda pública del periodo 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 las condicionantes exógenas.

¹² En el caso de Chile, el indicador está distorsionado. La deuda doméstica del Tesoro es principalmente detenida por el Banco Central y emitida en dólares a muy largo plazo.

Otra manera de evaluar la sostenibilidad de la deuda pública es estimando un modelo de alerta temprana. Usando datos de panel para 47 países que emiten bonos soberanos, MRS (2003) estiman un modelo *logit* usando como variable dependiente un indicador de crisis de deuda y así evaluar los límites de la deuda en los países emergentes. En esta sección se aplica la misma metodología para los países de América Latina que emiten bonos soberanos. La discusión subyacente a la predicción de las crisis de deuda soberana es de crucial interés para entender su naturaleza.

Un país se define en cesación de pago si es clasificado como tal por *Standard & Poor's* o si ha recibido un desembolso durante el primer año de un acuerdo con el FMI de más de 100% de su cuota. Las variables explicativas se dividen en tres grupos: variables de deuda externa, variables de deuda pública, y otras variables macroeconómicas. Siguiendo la metodología de MRS (2003), se procede a una estrategia en tres etapas para determinar cuáles son las variables explicativas que mejor contribuyen a que un país entre en crisis de deuda. En términos formales, la probabilidad de estar en una crisis de deuda en el año t está dada por:

$$(8) \quad P_t = f((1 - ICS_{t-1}) * X_{t-1}; ICS_{t-1} * X_{t-1})$$

ICS corresponde al indicador de crisis soberana, X corresponde al vector de variables explicativas, t corresponde al año corriente. El primer argumento corresponde a la probabilidad de entrar en crisis en t (dado que el país no se encontraba en crisis en $t-1$), y el segundo argumento de la ecuación (8) corresponde a la probabilidad de estar en crisis, en otras palabras de no salir de la crisis en t (dado que el país estaba en crisis en $t-1$).

El cuadro 5 resume los episodios de crisis de deuda para doce países de América Latina, su número y duración promedio. Se detectan 25 episodios de crisis durante el período 1970-2002. El cuadro 6 muestra, para los mismos países y para el período 1980-2002, el promedio de algunas variables utilizadas en las estimaciones, y los valores de los parámetros asociados.

Como se observa, durante los años noventa 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 del 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 de PIB, son significativamente distintos cuando los países se encuentran en situación de crisis. Por ejemplo, el balance de la cuenta financiera representa 3,7% de PIB en períodos normales y -1,8% de PIB en períodos de crisis fiscales.

Cuadro 5
CRISIS DE DEUDA EN LA BASE DE DATOS (1970-2002)

	Número de crisis	Promedio (años)	Años en crisis	Crisis
Argentina	3	5,0	15	1982-94, 1995-96, 2001-
Brasil	3	5,3	16	1983-95, 1998-00, 2001-
Chile	1	8,0	8	1983-91
Colombia	1	3,0	3	2000-
R. Dominicana	2	3,0	6	1983-1986, 1992-1994
Ecuador	2	8,0	16	1982-96, 1999-01
El Salvador	1	16,0	16	1981-97
México	2	5,0	10	1982-91, 1995-96
Panamá	1	14,0	14	1983-97
Perú	3	6,3	19	1976-77, 1978-81, 1983-98
Uruguay	3	2,0	6	1983-86, 1987-88, 1990-92
Venezuela	3	3,3	10	1983-89, 1990-91, 1995-98

Fuente: Elaboración de los autores.

Respecto de las variables fiscales, se puede observar que el pago de intereses de la deuda y 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 (pro-cíclico) de los gobiernos en América Latina.

El cuadro 6 también muestra el resultado de las regresiones, usando un modelo probabilístico. 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 a aquellos relacionados con las variables de solvencia, como el nivel de deuda externa sobre 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 dificultan el regreso a la normalidad.

Finalmente el rendimiento del modelo se encuentra en el cuadro 7. Este modelo *logit* de alerta temprana logra predecir la mayoría de las entradas de crisis de deuda y no envía falsas alarmas. Sin embargo, su confiabilidad podría ser mayor si se usaran datos trimestrales.

Cuadro 6

PROMEDIO DE LAS VARIABLES Y RESULTADO DE LAS REGRESIONES, 1980-2002

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

Fuente: Elaboración de los autores.

^a Regresión *logit* con estimador robusto de varianza que permite varianzas específicas para cada país (estimador Huber White sandwich).

^b Efectos marginales calculados con el promedio de la muestra para cada variable. Para el indicador de crisis de deuda (variable binaria) el efecto marginal fue calculado para el cambio de 0 a 1.

Cuadro 7

RESULTADOS DE LAS REGRESIONES: RENDIMIENTO DEL MODELO

(Variable dependiente: indicador de crisis de deuda)

	Modelo de alerta temprana
Nº de observaciones	225
Wald-test para significancia conjunta	Chi 2 (8) = 198.98
Entradas de crisis de deuda predichas correctamente por el modelo	Argentina 1995 y 2001, Brasil 2001, Chile 1983, Ecuador 1999, México 1982, Perú 1983 y 1998, Uruguay 1983, Venezuela 1983 y 1995.
Entradas de crisis de deuda no predichas por el modelo	Colombia 2000, Ecuador 1982, R. Dominicana 1992 y 1995, Uruguay 1990.

Fuente: Elaboración de los autores.

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 superávit 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.¹³ En tal sentido, la “función de reacción” de los países de la región ante la dinámica de la deuda ha mejorado sustancialmente en los años recientes.

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 bolas 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 sobre PIB no superior a 30%. Por cierto, esta alternativa representa “el camino largo” para fundir la bola de nieve.

Existen sin embargo otros caminos posibles, si es que las Instituciones Financieras Internacionales tomasen cartas en el asunto. Además de las iniciativas tendientes a fortalecer los mecanismos de

¹³ Para un examen de las reglas macro-fiscales vigentes en la región, véase Martner (2003) e Ilpes (2004).

prevención y de resolución de las crisis,¹⁴ dos propuestas recientes son particularmente interesantes.

Como lo plantean Eichengreen, Hausman y Panizza (2003), 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. Las IFI prestarían en esta nueva moneda, más estable que el dólar por tratarse de un promedio de monedas no correlacionadas entre sí, y de esta manera eliminarían los efectos del descalce de monedas generado por sus propios préstamos, transformándose en una solución más que en una fuente adicional del “pecado original”.

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 disminuir el sesgo pro-cíclico de la política fiscal, reduciendo el pago de intereses en épocas recesivas y aumentándolo en períodos de auge, asegurando por lo tanto una trayectoria sostenible de la deuda pública.

En términos generales, un proceso combinado de generación sistemática de superávit primarios, de 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 de mejoramiento de las condiciones de financiamiento parece ser el único camino hacia 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 que, además de los esfuerzos domésticos para generar superávit primarios persistentes, son necesarios aportes sustantivos de las Instituciones Financieras Internacionales, procurando abaratar el costo financiero en los países de ingresos medios, reduciendo el rigor de la condicionalidad cuando corresponda, disponiendo procedimientos ordenados de reestructuración de la deuda externa y promoviendo mecanismos que incentiven la emisión de bonos soberanos indexados a una canasta de monedas y a la capacidad de pago de los países.

¹⁴ Véase por ejemplo las propuestas contenidas en Martín y Ocampo (2003).

VI. Bibliografía

- Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (2002), "Guidelines for Public Debt Management", Washington.
- Blanchard, Olivier J., Chouraqui, J. C., Hagemann R. P., Sartor, N. (1990), "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question", OECD Economic Studies, N° 15.
- Borensztein, Eduardo y Mauro, Paolo (2002), "Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds", IMF Policy Discussion Paper, N° 02/10.
- Calvo, G. y Reinhart, C. (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXVII, Issue 2, mayo.
- Céspedes, L. Chang R. y Velasco A. (2002), "Balance Sheets and Exchange Rate Policy", NBER Working Paper, N° 7840.
- CEPAL (1998), "El Pacto fiscal. Fortalezas, Debilidades, Desafíos", Naciones Unidas.
- Comisión Europea (2003), General Government Data, Directorate General ECFIN, Autumn. Disponible en:
www.europa.eu.int/comm/economy_finance/index_en.htm
- Eichengreen B. y R. Haussman (1999), "Exchanges rates and financial fragility", *NBER Working Paper*, N° 7418, noviembre.
- Eichengreen, B., Haussman R. y U. Panizza (2002), "Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption", *Paper prepared for the Seminar Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin*, Inter-American Development Bank, Washington D.C., noviembre 21.
- Fondo Monetario Internacional (2003a), "Sustainability Assessments: Review of Application and Methodological Refinements", Policy Development and Review Department, June, Washington D.C.
- ____ (2003b), "Public Debt in Emerging Markets: Is it too High?", *Chapter 3 of World Economic Outlook*, September, Washington D.C.
- ____ (2001), "Manual de estadísticas de finanzas públicas (MEFP 2001)", Departamento de Estadísticas del FMI, Washington D.C.

- Goldstein (2003), “Debt sustainability, Brazil and the IMF”; *Working Paper, N° 03-1*, Institute for International Economics.
- Ilpes, Naciones Unidas (2004), “Un Panorama de la Gestión Pública en América Latina”, por aparecer.
- Manasse, P., Roubini N. y Schimmelpfennig A. (2003), “Predicting Sovereign Debt Crises”, *IMF Working Paper*, N° 221, Fiscal Affairs Department, Washington.
- Martin, Juan y José Antonio Ocampo ed. (2003), *Globalización y Desarrollo, Una reflexión desde América Latina y el Caribe*, Alfaomega, Bogotá, Colombia.
- Martner, Ricardo (2003), “Lecciones de Experiencias Recientes en el Diseño de Reglas Macro-Fiscales”, *Serie Seminarios y Conferencias N° 28*, Cepal, Naciones Unidas, agosto.
- Martner, Ricardo y Varinia Tromben (2003), “Tax Reforms and Fiscal Stabilisation in Latin America”, in *Banca d'Italia, Tax Policy, 5th Public Finance Workshop*, Banca d'Italia, 3-5 April 2003, Perugia, Italia.
- Reinhart C., K. Rogoff y M. Savastano, (2003), “Debt intolerance”, *NBER Working Paper 9908*, agosto.
- Ter-Minassian, Teresa (2004), “Assessing Fiscal Sustainability”, *Inaugural Lecture, XVI Regional Seminar of Fiscal Policy*, ECLAC, United Nations, Santiago, Chile, disponible en el sitio web www.ilpes.org

Anexo

Anexo 1
DINÁMICA DE LA DEUDA PÚBLICA
(Porcentajes del PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina – Administración central													
1. Balance global	-0,4	0,0	0,6	0,4	-0,9	-1,9	-2,8	-1,4	-1,8	-3,0	-2,1	-3,8	-0,3
2. Pago de intereses de la deuda	0,9	1,2	1,2	1,1	1,2	1,6	1,5	1,9	2,2	2,9	3,4	4,0	2,0
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	-	-	-	4,2	5,2	4,5	5,4	6,4	7,7	7,9	8,9	3,8
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	-1,8	10,6	9,6	5,9	5,8	-2,9	5,5	8,0	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,8
5. Déficit primario ^b	-0,5	-1,3	-1,7	-1,4	-0,4	0,2	1,3	-0,5	-0,5	0,1	-1,3	-0,2	-1,8
6. Efecto bola de nieve	-	-	-	-	-0,4	2,6	-0,3	-0,9	0,9	4,3	3,8	6,3	8,8
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-	-	-	2,7	-0,4	0,9	0,2	2,7	1,0	-0,5	2,6	85,1
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-	-	-	1,9	2,4	1,9	-1,2	3,1	5,4	2,1	8,7	92,1
9. Saldo de la deuda pública	-	-	-	29,4	31,3	33,8	35,7	34,5	37,6	43,0	45,0	53,7	145,9
Bolivia – Gobierno central													
1. Balance global	-1,3	0,7	-1,0	-3,9	-3,5	-1,3	-1,3	-3,0	-3,3	-3,6	-4,6	-7,1	-8,1
2. Pago de intereses de la deuda	1,2	1,3	1,5	1,9	2,2	2,2	2,2	2,0	1,9	1,5	1,8	2,3	2,5
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	2,1	2,8	3,7	3,5	3,4	3,6	3,7	3,2	2,6	2,9	3,6	3,5
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	4,6	5,4	1,7	4,3	4,8	4,7	4,5	4,9	5,0	0,3	2,3	1,3	2,8
5. Déficit primario ^b	0,1	-2,1	-0,5	2,0	1,3	-0,9	-0,9	1,0	1,4	2,1	2,9	4,8	5,6
6. Efecto bola de nieve	-	-2,1	0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,5	-0,6	-1,0	1,3	0,3	1,4	0,5
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-8,1	-1,5	10,3	0,2	-0,8	-5,5	2,6	-0,9	0,3	-1,8	2,9	-2,9
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-12,2	-1,4	12,1	0,8	-2,5	-6,9	3,0	-0,5	3,8	1,4	9,2	3,2
9. Saldo de la deuda pública	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
Brasil – Gobierno central													
1. Balance global	0,5	-4,7	-5,4	-6,1	-0,6	-5,0	-3,7	-3,0	-4,0	-3,3	-1,2	-1,3	-0,3
2. Pago de intereses de la deuda	-0,9	1,1	1,8	1,5	1,6	2,6	3,0	3,3	4,8	5,5	3,2	3,3	2,6
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	-	14,2	12,3	17,0	20,2	22,6	20,8	25,7	21,9	10,5	10,5	8,0
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	-4,4	1,0	-0,3	4,5	6,2	4,2	2,5	3,1	0,1	1,0	4,0	1,5	1,5
5. Déficit primario ^b	0,5	3,6	3,6	4,7	-1,1	2,4	0,7	-0,3	-0,8	-2,3	-2,1	-2,3	-2,7
6. Efecto bola de nieve	-	-	1,9	0,9	1,0	2,0	2,6	2,7	4,8	5,2	1,9	2,8	2,1
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-	-6,1	-8,2	3,5	-4,1	-0,7	0,4	2,4	2,3	1,1	1,3	3,4
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-	-0,7	-2,6	3,4	0,4	2,6	2,8	6,3	5,1	0,9	1,8	2,8
9. Saldo de la deuda pública	-	12,8	12,1	9,5	12,9	13,3	15,9	18,7	25,0	30,1	31,0	32,8	35,6
Chile – Gobierno central													
1. Balance global	2,4	1,8	2,2	1,4	1,5	3,1	2,2	2,0	0,4	-2,1	-0,6	-0,5	-1,2
2. Pago de intereses de la deuda	1,9	1,7	1,3	1,2	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	3,7	3,4	3,7	3,4	3,3	3,0	2,7	2,9	3,5	3,1	3,4	3,2
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	3,7	7,3	10,8	6,9	5,0	9,0	6,9	6,8	3,3	-0,7	4,4	2,8	2,1
5. Déficit primario ^b	-4,3	-3,5	-3,5	-2,6	-2,5	-3,9	-2,7	-2,5	-0,8	1,7	0,2	0,1	0,8
6. Efecto bola de nieve	-	-1,5	-2,6	-1,0	-0,4	-1,2	-0,7	-0,6	-0,1	0,5	-0,2	0,1	0,2
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-1,6	-1,0	1,1	-2,8	-0,5	0,6	1,1	0,1	-1,0	-0,1	1,2	-0,2
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-6,6	-7,1	-2,5	-5,7	-5,7	-2,8	-1,9	-0,7	1,2	-0,1	1,3	0,7
9. Saldo de la deuda pública	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
Colombia – Gobierno nacional central													
1. Balance global	-0,7	-0,4	-3,2	0,1	-1,1	-3,1	-4,8	-4,4	-5,3	-7,6	-5,9	-6,4	-7,0
2. Pago de intereses de la deuda	1,1	1,2	1,0	1,1	1,2	1,2	1,9	2,0	2,9	3,3	3,8	4,0	3,9
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	7,9	7,3	7,4	7,9	9,7	13,4	14,1	16,4	15,0	12,8	10,8	8,8
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	4,3	1,8	3,6	4,4	5,9	4,9	1,9	3,3	0,8	-3,8	2,2	1,4	1,6
5. Déficit primario ^b	-0,3	-0,8	2,2	-1,2	0,0	1,9	2,9	2,4	2,4	4,3	2,1	2,5	3,0
6. Efecto bola de nieve	-	0,9	0,5	0,4	0,3	0,6	1,6	1,5	2,8	4,3	3,1	3,4	3,2
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-0,8	-1,7	0,4	-2,2	-1,2	-3,9	-0,6	-0,8	-1,2	2,2	1,5	0,0
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-0,7	1,0	-0,4	-1,9	1,2	0,5	3,3	4,3	7,4	7,4	7,4	6,2
9. Saldo de la deuda pública	14,8	14,0	15,0	14,5	12,7	13,9	14,4	17,8	22,1	29,5	36,9	44,3	50,5
Costa Rica – Gobierno central													
1. Balance global	-3,5	-2,4	-1,5	-1,5	-5,4	-3,5	-4,0	-2,9	-2,5	-2,2	-3,0	-2,9	-4,3
2. Pago de intereses de la deuda	2,6	3,3	2,9	2,4	3,2	4,3	4,6	3,8	3,2	3,6	3,6	4,0	4,3
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	-	10,1	10,4	13,3	16,1	16,1	11,5	10,7	9,2	10,2	10,9	11,1
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	3,6	1,6	8,8	7,1	4,6	3,9	0,8	5,4	8,3	8,0	2,2	1,0	2,8
5. Déficit primario ^b	0,9	-0,8	-1,3	-0,9	2,2	-0,8	-0,6	-0,9	-0,7	-1,4	-0,6	-1,1	0,0
6. Efecto bola de nieve	-	-	0,3	0,7	2,0	3,2	4,4	1,9	0,7	0,4	2,7	3,6	3,1
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-	-4,2	1,2	-1,7	-0,5	0,8	-4,2	9,5	-3,3	-0,8	-0,4	-1,0
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-	-5,2	1,1	2,5	1,9	4,6	-3,2	9,5	-4,3	1,4	2,1	2,1
9. Saldo de la deuda pública	-	28,5	23,3	24,3	26,8	28,7	33,2	30,0	39,5	35,2	36,6	38,6	40,8

Anexo 1 (continuación)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ecuador – Gobierno central													
1. Balance global	3,6	1,4	-0,3	0,4	-0,1	-1,4	-2,4	-1,2	-4,1	-2,9	0,1	-0,7	-0,8
2. Pago de intereses de la deuda	3,3	3,2	3,6	3,3	3,1	3,1	3,6	4,0	4,0	6,7	6,3	4,5	3,4
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	4,6	5,3	4,5	3,6	4,3	6,1	6,8	7,8	11,9	7,6	6,2	5,8
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	3,0	5,0	3,0	2,2	4,4	3,0	2,3	3,9	1,0	-7,9	2,3	6,0	3,4
5. Déficit primario ^b	-7,0	-4,6	-3,3	-3,7	-3,0	-1,6	-1,3	-2,8	0,1	-3,9	-6,5	-3,7	-2,6
6. Efecto bola de nieve	-	-0,3	1,5	1,7	-0,6	0,9	2,2	1,6	3,5	12,2	4,4	0,1	1,4
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	2,1	8,3	13,3	-10,3	-11,3	-1,4	-5,9	1,1	19,0	-9,7	-10,2	-5,6
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-2,8	6,6	11,2	-13,9	-12,0	-0,4	-7,0	4,7	27,2	-11,8	-13,8	-6,9
9. Saldo de la deuda pública	70,0	67,2	73,8	85,1	71,1	59,1	58,7	51,7	56,3	83,6	71,8	58,0	51,1
El Salvador – Gobierno central													
1. Balance global	-1,3	-3,2	-3,6	-1,3	-0,7	-0,6	-1,8	-1,1	-2,0	-2,1	-2,3	-3,6	-3,1
2. Pago de intereses de la deuda	1,3	2,6	2,3	2,0	1,6	1,4	1,6	1,4	1,3	1,2	1,4	1,3	1,6
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	-	-	-	3,6	3,3	4,2	3,6	3,6	3,7	5,3	4,6	5,0
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	4,8	2,8	7,3	6,4	6,0	6,2	1,8	4,2	3,8	3,4	2,1	1,9	2,3
5. Déficit primario ^b	0,0	0,6	1,2	-0,7	-0,9	-0,8	0,2	-0,2	0,7	0,9	0,9	2,3	1,6
6. Efecto bola de nieve	-	-	-	-	-1,0	-1,2	0,9	-0,2	-0,1	0,1	0,8	0,7	0,8
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-	-	-	-0,7	-2,5	-0,6	-1,2	-3,5	-8,3	-0,3	0,7	2,5
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-	-	-	-2,6	-4,4	0,6	-1,7	-2,9	-7,3	1,4	3,7	4,9
9. Saldo de la deuda pública	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
Guatemala – Gobierno central													
1. Balance global	-2,3	-0,1	-0,5	-1,3	-1,4	-0,5	0,0	-0,8	-2,2	-2,8	-1,8	-1,9	-1,0
2. Pago de intereses de la deuda	1,1	1,6	1,0	0,9	0,9	1,0	1,1	0,8	1,1	1,3	1,2	1,4	1,2
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	6,9	5,6	5,5	5,8	6,6	8,0	5,6	7,9	9,0	7,0	8,2	6,9
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	3,1	3,7	4,9	4,0	4,1	5,0	3,0	4,4	5,1	3,9	3,4	2,4	2,0
5. Déficit primario ^b	1,2	-1,5	-0,4	0,4	0,5	-0,5	-1,2	0,0	1,1	1,5	0,5	0,5	-0,3
6. Efecto bola de nieve	-	0,7	0,1	0,2	0,2	0,2	0,7	0,2	0,4	0,7	0,6	1,0	0,9
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-4,8	-0,7	-1,7	-0,8	-1,1	0,0	0,3	-0,8	0,7	-1,7	-0,4	-2,2
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-5,6	-1,0	-1,0	-0,1	-1,4	-0,5	0,5	0,7	2,9	-0,6	1,1	-1,6
9. Saldo de la deuda pública	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
Haití – Gobierno central													
1. Balance global	-1,7	-1,1	-2,4	-2,4	-3,2	-4,1	-2,0	-0,6	-1,1	-1,4	-2,2	-2,8	-2,5
2. Pago de intereses de la deuda	0,2	0,2	0,2	-	-	0,6	0,5	0,7	0,7	0,8	0,5	0,3	0,1
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	-	-	-	-	-	-	1,9	1,8	2,2	1,3	0,6	0,3
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	-0,1	0,2	-5,5	-8,0	-17,6	9,5	5,6	3,2	2,9	2,9	1,9	-0,7	-1,5
5. Déficit primario ^b	1,5	0,8	2,1	-	-	3,5	1,5	-0,2	0,3	0,6	1,7	2,4	2,7
6. Efecto bola de nieve	-	-	-	-	-	-	-	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	0,6	0,8
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-	-	-	-	-	-	2,8	-3,3	1,7	3,7	-0,6	10,5
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-	-	-	-	-	-	2,1	-3,4	2,0	5,2	2,4	14,1
9. Saldo de la deuda pública	-	-	-	-	-	-	37,9	40,0	36,6	38,6	43,8	46,2	60,3
Honduras – Gobierno central													
1. Balance global	-6,4	-3,3	-4,9	-9,3	-5,5	-3,1	-3,5	-2,8	-1,2	-4,3	-5,7	-5,9	-5,2
2. Pago de intereses de la deuda	2,6	4,0	3,8	3,4	3,9	3,8	3,5	3,4	3,2	3,1	2,6	2,1	1,9
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	4,7	4,7	4,5	4,6	4,0	4,0	4,1	4,0	4,3	3,3	3,1	2,8
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	-0,3	2,7	5,8	7,1	-1,9	3,7	3,7	4,9	3,3	-1,5	4,8	2,7	2,0
5. Déficit primario ^b	3,7	-0,7	1,1	5,8	1,6	-0,6	0,0	-0,6	-2,0	1,2	3,1	3,7	3,3
6. Efecto bola de nieve	-	1,7	-0,8	-1,9	5,7	0,3	0,3	-0,6	0,6	4,3	-1,1	0,3	0,5
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-4,4	-4,4	5,2	1,4	-7,2	-5,1	-0,6	-6,2	-0,9	-9,5	-5,0	-1,5
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-3,4	-4,2	9,1	8,7	-7,6	-4,8	-1,9	-7,6	4,5	-7,5	-1,0	2,4
9. Saldo de la deuda pública	84,4	81,0	76,8	85,9	94,6	87,0	82,2	80,3	72,7	77,2	69,7	68,7	71,0
México – Gobierno central													
1. Balance global	-2,5	2,9	4,2	0,5	0,0	-0,6	-0,2	-1,1	-1,4	-1,5	-1,3	-0,7	-1,8
2. Pago de intereses de la deuda	8,2	4,6	3,2	2,3	1,9	3,8	3,7	3,6	2,5	3,2	3,2	2,9	2,5
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	9,9	8,5	8,2	7,5	10,8	9,1	11,5	9,7	11,3	12,6	12,4	11,3
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	5,1	4,2	3,7	1,8	4,5	-6,2	5,4	6,8	5,0	3,7	6,8	-0,4	0,9
5. Déficit primario ^b	-5,6	-7,5	-7,4	-2,8	-1,9	-3,2	-3,5	-2,5	-1,1	-1,6	-2,0	-2,2	-0,7
6. Efecto bola de nieve	-	2,5	1,8	1,8	0,7	6,4	1,4	1,1	2,0	1,4	3,0	3,0	2,3
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-3,4	-4,3	-1,8	11,1	2,3	-7,7	-4,2	2,0	-2,7	-1,8	-1,6	0,0
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-8,4	-9,9	-2,8	10,0	5,5	-9,7	-5,3	2,0	-2,2	-2,4	-0,7	1,6
9. Saldo de la deuda pública	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

Anexo 1 (continuación)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nicaragua – Gobierno central													
1. Balance global	-	-	-	-	-3,2	-0,3	-0,9	-0,8	-1,1	-2,9	-4,7	-7,2	-1,3
2. Pago de intereses de la deuda	-	-	-	-	3,2	2,4	1,8	2,8	2,8	1,7	2,1	2,4	3,0
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	-	-	-	-	0,8	0,7	2,0	1,3	0,9	1,1	1,4	1,7
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	-0,1	-0,4	0,8	-0,4	4,0	4,4	5,1	5,4	4,1	7,4	6,4	3,0	1,0
5. Déficit primario ^b	-	-	-	-	-	-2,1	-0,9	-2,0	-1,7	1,2	2,6	4,8	-1,6
6. Efecto bola de nieve	-	-	-	-	-	-10,7	-10,5	-4,6	-5,6	-12,0	-9,1	-2,8	1,2
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-	-	-	-	-39,3	-100	72,5	-2,7	-2,5	-1,4	1,1	15,8
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-	-	-	-	-52,1	-111	65,9	-9,9	-13,3	-7,9	3,2	15,4
9. Saldo de la deuda pública	-	-	-	-	304	252	141	207	197	184	176	179	194,4
Panamá – Gobierno central													
1. Balance global	-0,7	-2,5	-1,3	0,5	-0,7	0,8	0,2	-0,3	-4,2	-2,0	-1,1	-1,7	-1,9
2. Pago de intereses de la deuda	3,1	2,5	4,1	2,9	3,4	2,9	2,7	3,0	2,9	3,5	4,2	4,2	4,2
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	2,0	3,6	3,2	3,5	3,1	2,8	3,5	3,8	4,7	5,2	5,5	5,0
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	8,1	9,0	8,2	5,3	3,1	1,9	2,7	4,7	4,6	3,5	2,6	0,4	0,4
5. Déficit primario ^b	-2,4	0,0	-2,8	-3,4	-2,7	-3,7	-2,9	-2,7	1,3	-1,6	-3,1	-2,6	-2,2
6. Efecto bola de nieve	-	-7,9	-4,9	-1,8	0,3	1,1	0,1	-0,9	-0,7	0,8	2,0	3,9	3,8
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-1,3	-16,6	13,1	-0,9	3,9	-9,0	-2,3	-3,0	4,7	-1,6	4,8	-8,9
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-9,1	-24,3	7,9	-3,3	1,2	-11,7	-5,8	-2,3	4,0	-2,7	6,2	-7,3
9. Saldo de la deuda pública	123	114	89,9	97,8	94,5	95,8	84,0	78,2	75,8	79,8	77,2	83,3	76,0
Paraguay – Gobierno central													
1. Balance global	3,8	0,4	-0,8	0,8	2,4	0,0	0,0	1,4	0,0	-2,8	-4,5	-0,5	-2,2
2. Pago de intereses de la deuda	1,5	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,7	0,8	1,2	1,3	1,4
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	7,6	8,0	9,6	7,1	10,0	5,6	5,0	7,1	6,2	5,5	5,2	4,9
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	3,1	2,5	1,7	4,0	3,0	4,5	1,1	2,4	-0,6	-0,1	-0,6	2,4	0,2
5. Déficit primario ^b	-5,4	-1,4	-0,1	-1,6	-3,1	-0,8	-0,5	-1,9	-0,7	2,0	3,3	-0,8	0,8
6. Efecto bola de nieve	-	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,8	0,8	1,3	0,7	1,4
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-0,6	-3,9	2,3	0,6	3,2	-0,3	2,2	2,5	5,3	0,4	3,4	7,9
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-1,3	-3,3	1,2	-2,1	2,8	-0,3	0,6	2,6	8,1	5,0	3,3	10,1
9. Saldo de la deuda pública	12,8	11,5	8,2	9,4	7,2	10,0	9,7	10,3	12,8	20,9	25,9	29,2	39,3
Perú – Gobierno central													
1. Balance global	-7,2	-2,5	-3,9	-3,6	-3,2	-3,4	-1,4	-0,8	-1,1	-3,2	-2,8	-2,8	-2,2
2. Pago de intereses de la deuda	7,0	3,9	4,4	4,2	3,6	3,3	2,4	1,8	1,9	2,1	2,2	2,2	2,0
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	7,4	7,3	7,0	5,7	6,2	5,0	3,9	5,9	5,2	4,6	4,8	4,4
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	-5,4	2,7	-0,4	4,8	12,7	8,6	2,5	6,8	-0,5	0,9	3,0	0,2	5,2
5. Déficit primario ^b	0,3	-1,4	-0,6	-0,5	-0,5	0,0	-1,0	-0,9	-0,7	1,1	0,6	0,7	0,2
6. Efecto bola de nieve	-	2,4	4,7	1,3	-4,0	-1,2	1,2	-1,2	2,0	1,7	0,7	2,1	-0,3
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	7,5	-5,4	3,3	-5,8	-4,5	-2,9	-11,2	7,2	4,0	-3,1	-3,0	2,3
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	8,5	-1,3	4,0	-10,2	-5,6	-2,7	-13,3	8,4	6,8	-1,8	-0,3	2,2
9. Saldo de la deuda pública	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
R. Dominicana – Gobierno central													
1. Balance global	0,4	3,4	3,3	0,2	-0,6	0,1	-1,6	-1,6	-1,0	-1,8	-2,1	-2,4	-2,7
2. Pago de intereses de la deuda	0,4	0,7	0,5	1,3	0,9	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	1,3
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	0,8	0,9	2,6	1,8	2,9	2,8	2,6	3,0	3,0	4,0	4,4	6,4
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	-5,5	0,9	8,0	3,0	4,7	4,3	7,2	8,2	7,4	7,8	7,3	2,7	4,2
5. Déficit primario ^b	-0,9	-4,1	-3,8	-1,4	-0,3	-1,2	0,7	0,8	0,2	1,1	1,2	1,5	1,4
6. Efecto bola de nieve	-	-0,1	-4,0	-0,2	-1,3	-0,5	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-0,6	0,3	0,4
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-19,8	-3,6	0,2	-8,7	-2,6	-3,4	-4,7	-0,1	-2,3	-2,5	-1,3	2,5
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-24,0	-11,4	-1,4	-10,3	-4,3	-4,0	-5,3	-0,8	-2,1	-1,9	0,6	4,4
9. Saldo de la deuda pública externa (Sector público)	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
Uruguay – Gobierno central													
1. Balance global	-0,1	0,3	0,3	-1,0	-1,9	-1,9	-1,8	-1,6	-1,2	-3,8	-4,0	-4,4	-4,7
2. Pago de intereses de la deuda	1,7	1,5	1,3	1,3	1,2	1,4	1,3	1,4	1,3	1,8	2,0	2,5	4,1
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	-	-	-	5,5	6,5	6,3	6,9	6,2	7,6	8,0	8,0	10,7
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	0,3	3,7	8,3	3,5	7,0	-2,3	5,0	5,4	4,4	-3,4	-1,9	-3,4	-1,6
5. Déficit primario ^b	-1,6	-1,9	-1,6	-0,3	0,8	0,6	0,6	0,2	-0,2	2,1	1,5	2,0	0,8
6. Efecto bola de nieve	-	-	-	-	-0,3	1,9	0,2	0,3	0,4	2,6	2,6	3,7	4,7
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-	-	-	-0,9	-3,5	-0,6	0,6	1,7	-2,4	1,3	1,2	33,5
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-	-	-	-0,5	-1,1	0,3	1,1	1,9	2,4	5,3	6,9	39,0
9. Saldo de la deuda pública	-	-	-	21,5	21,0	19,9	20,2	21,3	23,2	25,6	30,9	37,8	76,8

Anexo 1 (conclusión)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Venezuela – Gobierno central													
1. Balance global	-2,4	-1,0	-3,9	-2,9	-7,3	-4,3	0,6	1,9	-3,8	-1,6	-1,6	-4,2	-3,5
2. Pago de intereses de la deuda	3,3	3,3	3,3	3,3	4,1	4,4	3,7	2,4	2,4	2,6	2,5	2,8	4,5
3. Tasa implícita de interés (%) ^a	-	-	-	-	-	-	-	5,3	7,9	9,3	8,7	10,8	15,2
4. Tasa de crecimiento real del PIB (%)	6,5	10,5	7,0	-0,4	-3,7	5,9	-0,4	7,4	0,7	-5,8	3,8	2,9	-8,8
5. Déficit primario ^b	-0,9	-2,3	0,6	-0,4	3,2	-0,1	-4,4	-4,3	1,3	-1,0	-0,9	1,4	-1,0
6. Efecto bola de nieve	-	-	-	-	-	-	-	-0,9	2,2	4,6	1,3	2,0	7,9
7. Ajuste <i>stock flow</i>	-	-	-	-	-	-	-	-9,0	-6,1	-3,8	-2,5	0,3	4,3
8. Cambio en saldo de la deuda pública ^c	-	-	-	-	-	-	-	-14,2	-2,5	-0,2	-2,0	3,7	11,1
9. Saldo de la deuda pública (Sector público reducido)	-	-	-	-	-	-	45,2	30,9	28,4	28,2	26,2	29,9	41,0

Fuente: Cálculos propios sobre la base de datos de la CEPAL, Naciones Unidas.

^a Pago de intereses del periodo *t* como porcentaje de la deuda pública del periodo *t-1*;

^b Déficit primario excluye pago de intereses de la deuda pública;

^c Línea 8 = suma de las líneas 5, 6 y 7.

I L P E S



Serie

C E P A L

gestión pública

Números publicados:

1. Función de coordinación de planes y políticas, Leonardo Garnier, (LC/L.1329-P; LC/IP/L.172) N° de venta: S.00.II.G.37 (US\$10.00), 2000 [www](#)
2. Costo económico de los delitos, niveles de vigilancia y políticas de seguridad ciudadana en las comunas del Gran Santiago, Iván Silva, (LC/L.1328-P; LC/IP/L.171) N° de venta: S.00.II.G.14 (US\$10.00), 2000 [www](#)
3. Sistemas integrados de administración financiera pública en América Latina, Marcos Makon, (LC/L.1343-P; LC/IP/L.173) N° de venta: S.00.II.G.33 (US\$10.00), 2000 [www](#)
4. Función de evaluación de planes, programas, estrategias y proyectos, Eduardo Wiesner, (LC/L.1370-P; LC/IP/L.175) N° de venta: S.00.II.G.49 (US\$10.00), 2000 [www](#)
5. Función de pensamiento de largo plazo: acción y redimensionamiento institucional, Javier Medina, (LC/L.1385-P; LC/IP/L.176), N° de venta: S.00.II.G.58 (US\$10.00), 2000 [www](#)
6. Gestión pública y programación plurianual. Desafíos y experiencias recientes, Ricardo Martner, (LC/L.1394-P; LC/IP/L.177), N° de venta: S.00.II.G.67 (US\$10.00), 2000 [www](#)
7. La reestructuración de los espacios nacionales (LC/L.1418-P, LC/IP/L.178) N° de venta: S.00.II.G.90 (US\$10.00), 2000 [www](#)
8. Industria y territorio: un análisis para la provincia de Buenos Aires, Dante Sica, (LC/L.1464-P; LC/IP/L.185), N° de venta: S.01.II.G.52, (US\$10.00), 2001 [www](#)
9. Policy and programme evaluation in the english-speaking Caribbean: conceptual and practical issues, Deryck R. Brown (LC/L.1437-P; LC/IP/L.179) Sales Number: E.00.II.G.119 (US\$10.00), 2000 [www](#)
10. Long-term planning: institutional action and restructuring in the Caribbean, Andrew S. Downes, (LC/L.1438-P; LC/IP/L.180) Sales Number: E.00.II.G.120 (US\$10.00), 2000 [www](#)
11. The British Virgin Islands national integrated development strategy, Otto O'Neal, (LC/L.1440-P; LC/IP/L.181) Sales Number: E.00.II.121 (US\$10.00), 2000 [www](#)
12. Descentralización en América Latina: teoría y práctica, Iván Finot, (LC/L. 1521-P; LC/IP/L. 188), N° de venta: S.01.II.G.64 (US\$10.00), 2001 [www](#)
13. Evolución de los paradigmas y modelos interpretativos del desarrollo territorial, Edgard Moncayo Jiménez, (LC/L. 1587-P; LC/IP/L.190), N° de venta: S.01.II.G.129, (US\$10.00), 2001 [www](#)
14. Perú: gestión del Estado en el período 1990-2000, Carlos Otero, (LC/L. 1603-P; LC/IP/L.193), N° de venta: S.01.II.G.143, (US\$10.00), 2001 [www](#)
15. Desempeño de las industrias de electricidad y gas natural después de las reformas: el caso de Argentina, Héctor Pistonesi, (LC/L. 1659-P; LC/IP/L. 196), N° de venta: S.01.II.G.193 (US\$10.00), 2001 [www](#)
16. Políticas de concesión vial: análisis de las experiencias de Chile, Colombia y Perú, Dolores María Rufián Lizana, (LC/L. 1701-P; LC/IP/L. 199), N° de venta: S.02.II.G.12 (US\$10.00), 2002 [www](#)
17. El sistema presupuestario en el Perú, Rossana Mostajo, (LC/L.1714-P; LC/IP/L.200), N° de venta: S.02.II.G.24 (US\$10.00), 2002 [www](#)
18. Competitividad, eficiencia energética y derechos del consumidor en la economía chilena, Patricio Rozas Balbontín, (LC/L.1718-P; LC/IP/L.201), N° de venta: S.02.II.G.29 (US\$10.00), 2002 [www](#)
19. Perú: el Estado como promotor de la inversión y el empleo, Juan Carlos Lam, (LC/L.1727-P; LC/IP/L.202), N° de venta: S.02.II.G.37 (US\$10.00), 2002 [www](#)
20. La equidad distributiva y el sistema tributario: un análisis para el caso argentino, Juan Carlos Gómez Sabaini, Juan José Santieri y Darío Alejandro Rossignolo, (LC/L.1733-P; LC/IP/L.203), N° de venta: S.02.II.G.43 (US\$10.00), 2002 [www](#)
21. ¿La presupuestación tiene algún futuro?, Allen Shick, (LC/L.1736-P; LC/IP/L.204), N° de venta: S.02.II.G.46 (US\$10.00), 2002 [www](#)
22. El proceso de privatizaciones en el Perú durante el período 1991-2002, Ariela Ruiz Caro, (LC/L.1762-P; LC/IP/L.207), N° de venta: S.02.II.G.75 (US\$10.00), 2002 [www](#)

23. Reformas y políticas sectoriales en la industria de telecomunicaciones en Chile y Perú, José Ricardo Melo, (LC/L.1768-P; LC/IP/L.208), N° de venta: S.02.II.G.83 (US\$10.00), 2002 [www](#)
24. Desarrollo local y alternativas de desarrollo productivo: el impulso de un cluster eco-turístico en la región de Aysén, Iván Silva Lira, (LC/L.1804-P; LC/IP/L.210), N° de venta: S.02.II.G.124 (US\$10.00), 2002 [www](#)
25. Competencia y conflictos regulatorios en la industria de las telecomunicaciones de América Latina, Patricio Rozas Balbontín, (LC/L.1810; LC/IP/L.211), N° de venta: S.02.II.G.121 (US\$10.00), 2002 [www](#)
26. Identificación y análisis de oportunidades de inversión para la Región de Aysén, Varios autores, (LC/L.1745-P; LC/IP/L.205), N° de venta: S.02.II.G.57 (US\$10.00), 2002 [www](#)
27. Nuevos enfoques teóricos, evolución de las políticas regionales e impacto territorial de la globalización, Edgar Moncayo Jiménez, (LC/L.1819-P; LC/IP/L.213), N° de venta: S.02.II.G.131 (US\$10.00), 2002 [www](#)
28. Concertación nacional y planificación estratégica: elementos para un “nuevo consenso” en América Latina, Ariela Ruiz Caro, (LC/L.1827-P; LC/IP/L.214), N° de venta: S.02.II.G.134 (US\$10.00), 2002 [www](#)
29. Planificación estratégica territorial y políticas públicas para el desarrollo local, Antonio Elizalde Hevia, (LC/L.1854-P; LC/IP/L.217), N° de venta: S.03. II.G.24 (US\$10.00), 2003 [www](#)
30. Constitución política, acuerdo nacional y planeamiento estratégico en el Perú, Fernando Sánchez Albavera, (LC/L.1861-P; LC/IP/L.220), N° de venta: S.03.II.G.34 (US\$10.00), 2003 [www](#)
31. La descentralización en el Perú a inicios del siglo XXI: de la reforma institucional al desarrollo territorial, Manuel Dammert Ego Aguirre, Volumen I (LC/L.1859-P; LC/IP/L.219) N° de venta S.03.II.G.31; Volumen II (LC/L.1859/Add.1-P; LC/IP/L.219/Add.1), No de venta: S.03.II.G.32 (US\$10.00), 2003 [www](#)
32. Planificación estratégica y gestión pública por objetivos, Fernando Sánchez Albavera, (LC/L.1870-P; LC/IP/L.221), N° de venta S.03.II.G.41 (US\$10.00), 2003 [www](#)
33. Disparidades, competitividad territorial y desarrollo local y regional en América Latina, Iván Silva Lira, (LC/L.1882-P; LC/IP/L.223), N° de venta S.03.II.G.47 (US\$10.00), 2003 [www](#)
34. Comienzos diversos, distintas trayectorias y final abierto: una década de privatizaciones en Argentina, 1990-2002, Pablo Gerchunoff, Esteban Greco, Diego Bondorevsky, (LC/L.1885-P; LC/IP/L.226), N° de venta S.03.II.G.50 (US\$10.00), 2003 [www](#)
35. Política fiscal en Argentina durante el régimen de convertibilidad, Oscar Cetrángolo, Juan Pablo Jiménez, (LC/L.1900-P; LC/IP/L.227), N° de venta S.03.II.G.60 (US\$10.00), 2003 [www](#)
36. Gestión pública, regulación e internacionalización de las telecomunicaciones: el caso de Telefónica S.A., Patricio Rozas Balbontín, (LC/L.1934-P; LC/IP/L.228), N° de venta S.03.II.G.93 (US\$10.00), 2003 [www](#)
37. Ciudad y globalización en América Latina: estado del arte, Luis Mauricio Cuervo G., (LC/L.1979-P; LC/IP/L.231), N° de venta S.03.II.G.138 (US\$10.00), 2003 [www](#)
38. Descentralización en América Latina: cómo hacer viable el desarrollo local, Iván Finot, (LC/L.1986-P; LC/IP/L.232), N° de venta S.03.II.G.147 (US\$10.00), 2003 [www](#)
39. La gestión pública en la Región Metropolitana de Santiago de Chile: aproximación a través del caso ambiental, Rodrigo Núñez, (LC/L.1987-P; LC/IP/L.233), N° de venta S.03.II.G.148 (US\$10.00), 2003 [www](#)
40. Pensar el territorio: los conceptos de ciudad-global y región en sus orígenes y evolución, Luis Mauricio Cuervo González, (LC/L.2008-P; LC/IP/L.236), N° de venta S.03.II.G.169 (US\$10.00), 2003 [www](#)
41. Evolución reciente de las disparidades económicas territoriales en América Latina: estado del arte, recomendaciones de política y perspectivas de investigación, Luis Mauricio Cuervo González, (LC/L.2018-P; LC/IP/L.238), N° de venta S.03.II.G.179 (US\$10.00), 2003 [www](#)
42. Metodología para la elaboración de estrategias de desarrollo local, Iván Silva Lira, (LC/L.2019-P; LC/IP/L.239), N° de venta S.03.II.G.181 (US\$10.00), 2003 [www](#)
43. Acuerdo nacional y gestión presupuestal en el Perú, Fernando Sánchez Albavera, (LC/L.2020-P; LC/IP/L.240), N° de venta S.03.II.G.182 (US\$10.00), 2003 [www](#)
44. La cuestión regional y local en América Latina, Luis Lira Cossio, (LC/L.2023-P; LC/IP/L.241), N° de venta S.03.II.G.187 (US\$10.00), 2003 [www](#)
45. Tax reforms and fiscal stabilisation in Latin American countries, Ricardo Martner and Varinia Tromben, (LC/L.2145-P; LC/IP/L.244), Sales Number S.04.II.G.73 (US\$10.00), 2004 [www](#)
46. La sostenibilidad de la deuda pública, el efecto bola de nieve y el “pecado original”, Ricardo Martner y Varinia Tromben, (LC/L.2150-P; LC/IP/L.246), N° de venta S.04.II.G.75 (US\$10.00), 2004 [www](#)

Algunos títulos de años anteriores se encuentran disponibles

Otras publicaciones de la CEPAL relacionadas con este número

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, correo electrónico: publications@eclac.cl.



Disponible también en Internet: <http://www.cepal.org/> o <http://www.eclac.org>

Nombre:

Actividad:

Dirección:

Código postal, ciudad, país:

Tel.: Fax: E.mail: