

Sostenibilidad de la **deuda pública** en **América Latina** y el **Caribe**

José Antonio Ocampo
Rodrigo Eyzaguirre



NACIONES UNIDAS

CEPAL



años

Trabajando por
un futuro productivo,
inclusivo y sostenible



DESARROLLO en transición



Instrumento regional
de la Unión Europea para
América Latina y el Caribe

Documentos de Proyectos

Sostenibilidad de la deuda pública en América Latina y el Caribe

José Antonio Ocampo
Rodrigo Eyzaguirre



NACIONES UNIDAS

CEPAL



DESARROLLO en transición



Instrumento regional
de la Unión Europea para
América Latina y el Caribe

Este documento fue preparado por José Antonio Ocampo y Rodrigo Eyzaguirre, Consultores de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), entre los meses de febrero y junio de 2022, en el marco de las actividades del proyecto “Facilidad regional para el desarrollo en transición”, financiado por la Unión Europea.

Se agradecen los valiosos aportes y sugerencias de Daniel Titelman, Director de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, y de Noel Pérez Benítez, Jefe de la Unidad de Asuntos Fiscales, Ivonne González, Asistente de Investigación, y Michael Hanni, Oficial de Asuntos Económicos, todos de la misma División.

Ni la Unión Europea ni ninguna persona que actúe en su nombre es responsable del uso que pueda hacerse de la información contenida en esta publicación. Los puntos de vista expresados en este estudio son de los autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Unión Europea.

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 las Naciones Unidas o las de los países que representa.

Publicación de las Naciones Unidas
LC/TS.2023/1/Corr.1
Distribución: L
Copyright © Naciones Unidas, 2023
Todos los derechos reservados
Impreso en Naciones Unidas, Santiago
S.23-00298

Esta publicación debe citarse como: J. A. Ocampo y R. Eyzaguirre, “Sostenibilidad de la deuda pública en América Latina y el Caribe”, *Documentos de Proyectos* (LC/TS.2023/1/Corr.1), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2023.

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Documentos y Publicaciones, publicaciones.cepal@un.org. Los Estados Miembros de las Naciones Unidas y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a la CEPAL de tal reproducción.

Índice

Introducción	7
I. Revisión de la literatura	9
II. Evolución de los indicadores de la deuda pública	13
A. Tendencias en países emergentes y en vías de desarrollo	13
B. Contexto macroeconómico y otros riesgos.....	17
C. Determinantes relevantes de la sostenibilidad de la deuda pública de América Latina y el Caribe	20
III. Marco de análisis de sostenibilidad de la deuda pública en América Latina y el Caribe	31
A. Metodología.....	31
B. Escenarios planteados y resultados	33
1. Dinámica de la deuda pública en el caso de Brasil	34
2. Dinámica de la deuda pública en el caso de Colombia.....	35
3. Dinámica de la deuda pública en el caso de Uruguay	35
4. Dinámica de la deuda pública en el caso de Belice	36
5. Dinámica de la deuda pública en el caso de El Salvador	37
6. Dinámica de la deuda pública en el caso de México	38
7. Dinámica de la deuda pública en el caso de las Bahamas	39
8. Dinámica de la deuda pública en el caso de Jamaica	40
9. Dinámica de la deuda pública en el caso de la República Dominicana	41
10. Resumen de los resultados para países seleccionados	42
IV. Recomendaciones de política	43
A. La larga historia de mecanismos para reestructurar las deudas soberanas	43
B. Iniciativas incompletas de reforma institucional de las deudas con acreedores privados.....	44

C.	Los debates recientes y las políticas adoptadas para el manejo de la crisis sanitaria del COVID-19	46
D.	Reformas institucionales	49
V.	Conclusiones	51
	Bibliografía	53
	Anexo	59
Cuadros		
Cuadro 1	América Latina y el Caribe: calificación de la deuda según país y calificadoras, 2022	28
Cuadro 2	América Latina y el Caribe: Debt Sustainability Analysis (DSA) presentado en el Artículo 4 del Fondo Monetario Internacional (FMI)	29
Cuadro 3	América Latina y el Caribe: análisis de la sostenibilidad de la deuda pública según subregión y países seleccionados	33
Cuadro 4	Resumen de la trayectoria estimada de la deuda del sector público entre 2022 y 2027 según país y escenarios	42
Cuadro A1	Supuestos sobre la tasa del crecimiento real del producto, tasa de interés real y resultado fiscal primario para el escenario 1, 4 y 5	60
Cuadro A2	Supuestos sobre la tasa de crecimiento real del producto, tasa de interés real y resultado fiscal primario para los escenarios 2 y 3	61
Gráficos		
Gráfico 1	Indicadores comparativos: deuda pública y deuda externa total por grupos de países	14
Gráfico 2	América Latina y el Caribe: pago de intereses de la deuda externa del sector público y promedio de países emergentes, 2000-2020	15
Gráfico 3	Deuda del gobierno general por grupos de países	16
Gráfico 4	Rendimiento de los bonos de los Estados Unidos, enero 2017-junio 2022	17
Gráfico 5	Rendimiento de los bonos latinoamericanos vs. bonos del Tesoro de los Estados Unidos, enero 2021-junio 2022	18
Gráfico 6	Tasa de interés de política monetaria de países latinoamericanos seleccionados, enero 2010-junio 2022	19
Gráfico 7	América del Sur: indicadores de la deuda pública distintas coberturas, 2010-2020	21
Gráfico 8	América Latina y el Caribe: tasas de interés implícita de la deuda externa por subregiones, 2002-2020	23
Gráfico 9	América del Sur: indicadores fiscales y tasa de crecimiento económico, 2001-2021	23
Gráfico 10	América Central y México: indicadores de la deuda pública distintas coberturas, 2010-2020	24
Gráfico 11	América Central y México: indicadores fiscales y tasa de crecimiento económico, 2001-2021	26
Gráfico 12	El Caribe: indicadores de la deuda pública distintas coberturas, 2010-2020	27
Gráfico 13	El Caribe: indicadores fiscales y tasa de crecimiento económico, 2001-2021	27
Gráfico 14	Brasil: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027	34
Gráfico 15	Colombia: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027	35

Gráfico 16	Uruguay: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027	36
Gráfico 17	Belice: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027	37
Gráfico 18	El Salvador: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027	38
Gráfico 19	México: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027	39
Gráfico 20	Bahamas: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027	40
Gráfico 21	Jamaica: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027	41
Gráfico 22	República Dominicana: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027	42

Introducción

En este documento se analiza la sostenibilidad de la deuda pública en un grupo de países seleccionados de América Latina y el Caribe para el período 2022-2027. A su vez, se proponen algunas alternativas de política que podrían ser adoptadas para gestionar con una mayor eficiencia los problemas de sobreendeudamiento de la región. Estos últimos se encuentran asociados no solo a los efectos adversos de la crisis sanitaria del COVID-19 sobre las cuentas fiscales sino también a las tendencias observadas previamente a dicha crisis en varios países de la región, sumado a las incertidumbres que afectan a la economía mundial en estos últimos años. Las propuestas se encuentran enfocadas a las políticas e instrumentos fiscales que deberían ser puestos en marcha a nivel internacional, enfocados principalmente a países de renta media, los cuales han sido ignorados en las iniciativas en los últimos años.

El documento está dividido en cinco secciones. La sección I revisa brevemente la literatura sobre sostenibilidad de la deuda pública. La sección II analiza las tendencias de la deuda pública de América Latina y el Caribe en comparación con otras economías emergentes y en desarrollo, detallando las tendencias de distintas subregiones. La sección III analiza la dinámica esperada de la deuda pública en un subconjunto de países de acuerdo con una metodología basada en la literatura existente. La sección IV presenta un análisis de posibles soluciones institucionales y de políticas de carácter internacional. Finalmente, la sección V resume las principales conclusiones del documento.

I. Revisión de la literatura

Un primer grupo de estudios sobre el tema que se analiza en este documento se enfoca en los determinantes y características de la deuda pública. Claessens, Klingebiel y Schmuckler (2003) encuentran que tanto el tamaño de la economía y del sistema bancario, mejores condiciones macroeconómicas (como bajos niveles de inflación) e institucionales (altos niveles de democracia) como los tipos de cambio flexibles tienen un efecto positivo sobre la emisión de bonos soberanos en moneda local. Estos resultados sugieren que economías pequeñas y abiertas tienden a endeudarse en moneda extranjera por la incapacidad de desarrollar un mercado interno, especialmente de bonos, que provea financiamiento en moneda nacional.

Chamon y Hausmann (2005) encuentran que, aparte de los casos en los cuales hay un reducido mercado financiero local, la incapacidad de los países emergentes para poder emitir deuda en moneda local se relaciona con altos costos de bancarrota, altos niveles de volatilidad y la preferencia de algunos Bancos Centrales a estabilizar el tipo de cambio a expensas de una mayor volatilidad de las tasas de interés. En esta línea, Jeanne (2005) estima, a través de un modelo de paridad fija, la relación entre la credibilidad del Banco Central y las preferencias por una mayor dolarización de la deuda. El autor evidencia que un aumento del riesgo de devaluación podría incentivar a los prestatarios nacionales a adquirir un mayor monto de deuda pública en moneda extranjera. Por ello, concluye que la mejora de la credibilidad monetaria debería permitir a los países emergentes emitir más deuda en moneda nacional a largo plazo.

Otra característica estudiada por la literatura es el vencimiento de los bonos. Calvo y Mendoza (1996) encuentran para el caso de México que el menor período de vencimiento de los bonos y la incapacidad del gobierno para refinanciar la deuda pública de corto plazo fueron algunos de los determinantes de la llamada crisis del Tequila de 1994. Asimismo, Rodrik y Velasco (1999) muestran que una mayor exposición a la deuda de corto plazo se asocia con un mayor impacto negativo ante una fuga de capitales.

Un segundo grupo de estudios se relaciona con los modelos para determinar la sostenibilidad de la deuda pública. En un ensayo clásico, Domar (1944) analiza cuatro tendencias en la renta nacional y sus implicaciones sobre la sostenibilidad de la deuda. Señala que la disminución en el ritmo de crecimiento de la renta nacional acompañada de un aumento de la deuda pública produce un continuo, aunque lento, aumento del servicio de deuda. Esto implica que un factor clave para la sostenibilidad de la deuda pública es un mayor ritmo de crecimiento de la actividad económica. Buitter, Persson y Minford (1985) analizan formas adicionales para reducir el valor real de la deuda pública, en particular: i) un aumento del superávit fiscal y recompra de deuda; ii) el anuncio de una política fiscal coherente para reducir el precio de los bonos; y iii) políticas inflacionarias, ya que están generalmente acompañadas de un rezago en el aumento de las tasas de interés nominales. Además, discuten las medidas de solvencia y definen la condición de solvencia como la igualdad entre los pasivos netos del sector público y el valor presente del resultado primario más el valor presente del señoreaje. Por su parte, Hamilton y Flavin (1986) mencionan que el valor real de la deuda pública en Estados Unidos se redujo entre 1960 y 1981 pese a que el gobierno registró déficits fiscales ininterrumpidos. Por ello, consideran que un mejor indicador para medir la posición fiscal del gobierno debe incluir los ingresos por monetización de la deuda pública, las ganancias de capital y descontar el pago de intereses.

Blanchard, Chouraqui, Hagemann y Sartor (1990) introducen la definición de sostenibilidad de la política fiscal como la convergencia de la relación entre la deuda pública y el producto interno bruto (PIB) a su nivel inicial, el cual se define como el nivel previo al aumento sostenido de dicha relación. Esta convergencia o sostenibilidad de la deuda pública se logra con aumentos del superávit primario. Además, los autores calculan brechas del resultado primario para países de la OCDE, las cuales se definen como el resultado primario necesario para estabilizar la relación Deuda Pública/PIB. Este indicador depende de la diferencia entre la tasa de interés real esperada y el crecimiento esperado del PIB para los siguientes cinco años, la relación Deuda Pública/PIB de años anteriores y el balance primario de las cuentas públicas¹.

No obstante, este tipo de indicadores de sostenibilidad de la deuda pública presenta ciertas limitaciones. De acuerdo con Talvi y Végh (1998), se recomienda usar un déficit macro ajustado, el cual se define como el nivel de déficit primario en periodos "normales". Este nivel "normal" varía según las características de cada país. Por ejemplo, en economías donde la principal fuente de ingresos públicos son los impuestos al consumo, los periodos "normales" se definen en base al ciclo del consumo total, mientras que, en economías que dependen fuertemente del precio de materias primas, se debe descontar las fluctuaciones en estos precios. Algunos de estos elementos han sido incluidos en las reglas fiscales definidas por algunos países latinoamericanos como Chile, Colombia y Perú. Por su parte, Greiner (2013) estima con un modelo lineal el coeficiente de reacción que es igual al cambio del déficit primario frente a variaciones de la relación Deuda Pública/PIB. Así, encuentra que este coeficiente solo asegura la sostenibilidad de la deuda si el cambio en el déficit primario excede la diferencia entre la tasa de interés real y el crecimiento del PIB. Además, concluye que estas mediciones deben complementarse con pruebas de cointegración a las variables del modelo para medir, por ejemplo, la relación entre ingresos y gastos públicos.

Goldstein (2003) presenta una crítica similar y menciona que el análisis de sostenibilidad basado en la trayectoria de la relación Deuda Pública/PIB ignora, por ejemplo, el efecto negativo de una reducción del déficit primario sobre el crecimiento económico, en un contexto de altas tasas de interés. Otro de los componentes no incluidos en el análisis tradicional de sostenibilidad es la deuda del sector privado. Según Goldstein, resulta importante evaluar el nivel de la deuda privada, dado que el rescate de empresas privadas por parte del gobierno afectará el nivel futuro de la deuda

¹ El indicador de estos autores se define como $\frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} * b_{t-1} + sp_t$; donde sp_t es el balance primario del gobierno, b es el *stock* deuda pública en términos del PIB, r_t es la tasa de interés, y g_t el crecimiento del PIB.

pública. Además, este análisis no considera la dificultad para modificar el déficit primario debido a que, ante un contexto político y social adverso, el gobierno enfrenta mayores restricciones para reducir el déficit primario.

Blanchard y Das (2017) presentan un nuevo índice de sostenibilidad que incorpora el valor presente de las exportaciones netas. Así, la deuda pública se considera sostenible si existe una alta probabilidad que, dado el nivel actual de tipo de cambio, la deuda neta es igual o menor al valor presente de las exportaciones netas. Sin embargo, de acuerdo con los propios autores, uno de los problemas de este indicador es el supuesto de un tipo de cambio constante y el efecto de este sobre la deuda neta y el nivel de exportaciones netas; por ejemplo, no considera que una depreciación podría ocasionar una mejoría en el valor presente de las exportaciones netas que haría sostenible la deuda pública. Draksaitė, Snieska, Valodkiene y Daunoriene (2015) sostienen que la evaluación de la sostenibilidad debe incorporar el análisis del uso de los bonos en la economía, la evaluación de la cartera de deuda pública y el manejo del riesgo, además de los niveles de deuda pública, la tasa de interés real y el crecimiento real del PIB. Para ello, los autores recomiendan el uso de métodos de gestión de riesgo como el valor en riesgo (VaR) y la prueba de estrés, entre otros.

Otros autores han presentado modelos de equilibrio general o probabilísticos para determinar la sostenibilidad de la deuda. Mendoza y Oviedo (2004) y D'Erasmus, Mendoza y Zhang (2016) emplean modelos de equilibrio general dinámico, en los cuales la sostenibilidad de la deuda pública se determina por el valor presente del déficit primario, el cual depende del nivel de precios de la economía y las preferencias de los actores en el modelo. Fournier y Bétin (2018) estiman la probabilidad de incumplimiento de la deuda pública a través un modelo logit y encuentran que menor crecimiento real, menor relación entre y exportaciones, y una mayor dependencia a materias primas aumentan la probabilidad de incumplimiento en el servicio de la deuda (default). Además, un mejor índice de eficacia del Estado construido por el Banco Mundial tiende a reducir la probabilidad de incumplimiento, lo cual se explicaría porque mejores instituciones se asocian con mayores tasas de crecimiento, menor riesgo financiero o una mayor capacidad para recaudar ingresos.

Un tercer grupo de estudios mide los efectos económicos y sociales del incumplimiento de la deuda pública. Borensztein y Panizza (2009) analizan episodios de incumplimiento de la deuda externa del sector público entre 1824 a 2004 y encuentran que el efecto negativo sobre el crecimiento económico es de corta duración; sin embargo, aumentan la probabilidad de una crisis bancaria y el costo de endeudamiento en los siguientes años se incrementa entre 250 y 400 puntos básicos. Además, respecto a los efectos políticos, calculan una reducción de un 16% en la aprobación de las autoridades políticas y un aumento de un 50% en la probabilidad de reemplazar a la máxima autoridad del poder ejecutivo. Reinhart y Rogoff (2009) encuentran efectos económicos similares y reportan, con una muestra desde 1990, que el incumplimiento de la deuda ocasiona una crisis bancaria, inflacionaria o ambas después de uno a tres años. Por otro parte, Díaz-Alejandro (1984) analiza la crisis de la deuda en América Latina durante los ochenta y concluye que el choque negativo sobre los mercados financieros internacionales y las políticas locales ineficientes ocasionaron la peor crisis desde los años 1930 y la década perdida a la cual dio lugar.

Cruces y Trebesch (2013) analizan las reestructuraciones de la deuda soberana entre 1970 y 2010 para 68 países y encuentran que los acreedores pierden en promedio un 37% de la colocación inicial. Esta pérdida se mide como la diferencia entre los valores presente de la antigua y nueva deuda. El menor rendimiento por parte de los acreedores tiene un impacto negativo sobre los márgenes de riesgo de los bonos soberanos y el acceso a mercados financieros internacionales. En particular, muestran que el aumento de una desviación estándar en la pérdida de los acreedores se asocia a aumentos de los márgenes de riesgo de 120 puntos básicos, que se mantienen incluso siete años después de la reestructuración, y a una reducción del 50% en la probabilidad de reinserción en los mercados internacionales. Chauvin y Kraay (2005) estudian la condonación de la deuda pública en 62 países de

ingresos bajos entre 1989 y 2003. Los resultados muestran un impacto débil y no significativo sobre el gasto público y el crecimiento del PIB. Sin embargo, los autores reconocen las limitaciones de utilizar datos agregados para cuantificar el valor presente de la reducción en la deuda, sosteniendo que un mejor indicador se debería construir a partir de un análisis individual de cada contrato.

En cuanto a los impactos sociales, Conceição, Namsuk, Mendoza y Zhang (2009) explican los mecanismos de transmisión de un choque negativo de demanda agregada generado por una crisis de la deuda sobre la economía de los hogares. En particular, señalan que reduce el acceso de los ciudadanos más pobres a servicios públicos y financieros. Además, la caída en el ingreso de estos hogares genera una menor asistencia escolar y un mayor trabajo infantil, mientras que el menor acceso a servicios públicos como hospitales o agua potable y desagüe suele incrementar la mortalidad y desnutrición infantil. Asimismo, Calvo (2010) analiza el impacto de la crisis financiera del año 2008 sobre el empleo e indicadores de desarrollo humano. La autora muestra que el ingreso de las mujeres autoempleadas o en empleos informales cayó significativamente y se registró un aumento de los niveles de violencia doméstica hacia las mujeres. Además, entre los hogares más pobres, se redujo el consumo de alimentos y de servicios educativos, lo cual tuvo un impacto negativo sobre los indicadores de salud y educación.

II. Evolución de los indicadores de la deuda pública

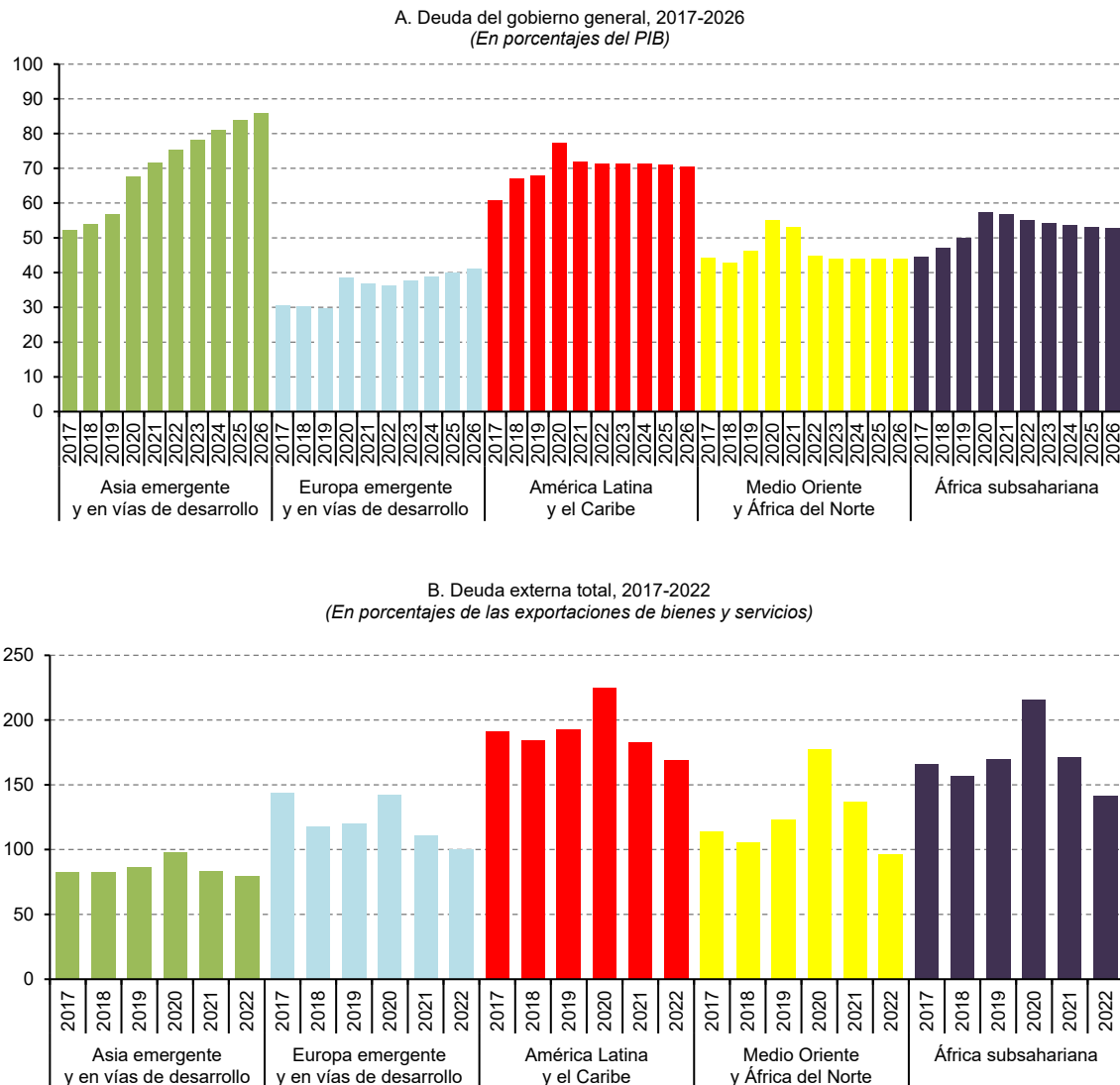
A. Tendencias en países emergentes y en vías de desarrollo

Previo a la crisis sanitaria del COVID-19, América Latina y el Caribe presentaron los mayores niveles de deuda pública como porcentaje del PIB entre los países emergentes. Entre 2010 y 2019, dicha relación registró un promedio de 54,3% del PIB, superior al promedio de economías emergentes y en vías de desarrollo de Asia (46,1%), África subsahariana (36,5%), Medio Oriente (34,5%) y Europa (29,6%). El incremento en puntos porcentuales de la deuda pública en América Latina y el Caribe fue significativamente superior al promedio de dichas economías (20,8 puntos porcentuales del PIB frente a 16,5 puntos porcentuales del PIB). No obstante, este nivel de endeudamiento no representó una restricción para emitir una mayor cantidad de deuda pública y financiar las medidas de estímulo fiscal requeridas para hacer frente a la crisis del COVID-19. De esta manera, en el 2020, la deuda pública en América Latina y el Caribe alcanzó un máximo histórico con un 77,4% del PIB (véase el gráfico 1A). Según proyecciones del Fondo Monetario Internacional (2022a), dicho nivel se reducirá paulatinamente y, en el 2022, Asia emergente se convertiría en la región con mayores niveles de deuda pública. Por otra parte, América Latina y el Caribe tiene, con África Subsahariana, los mayores niveles de deuda externa en términos de exportaciones de bienes y servicios (véase el gráfico 1B), los cuales tendrán también una reducción moderada, alcanzando niveles similares a los previos a la crisis. Ello representa serios desafíos para la región, principalmente para los países importadores de petróleo y alimentos, dados los fuertes incrementos de dichos precios desde fines de 2021 y agravados por la invasión de Rusia a Ucrania ocurrido a inicios de 2022 (Ocampo, 2022).

Además, el incremento de la deuda externa implica un mayor gasto por el pago de intereses en América Latina y el Caribe. Según el Banco Mundial, el pago de intereses de la deuda externa del sector público aumentó de 1,06% del PIB en el 2019 a 1,1% del PIB en el 2020, y se mantuvo como el nivel más alto entre los países emergentes (véase el gráfico 2). No obstante, dicho aumento resulta menor en comparación a la magnitud de incremento en el nivel de la deuda pública en igual período. En otras palabras, los niveles de endeudamiento público alcanzaron un máximo histórico durante el 2020; sin

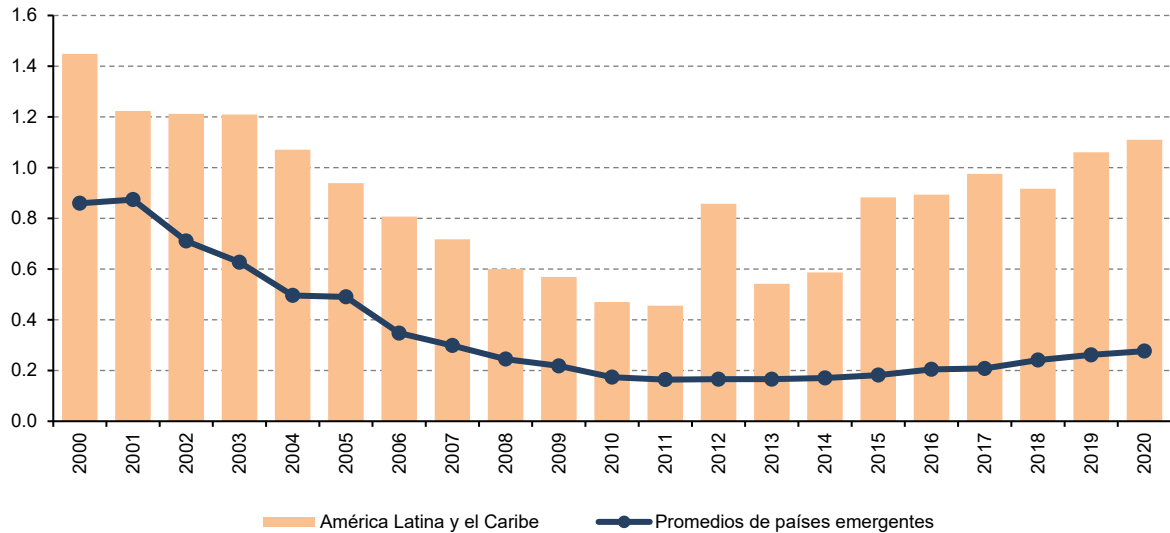
embargo, el gasto por intereses se mantuvo por debajo de los niveles registrados a fines de la década de los noventa y a principios de los 2000. Por ejemplo, para la región de América Latina y el Caribe el pago de intereses durante el año 2000 ascendió a 1,44% del PIB, cifra mayor en 0,3 puntos porcentuales del PIB en comparación a 2020, pese al mayor nivel de endeudamiento público que se ha alcanzado durante estos últimos años para enfrentar los efectos de la crisis sanitaria del COVID-19 sobre la región. Ello se explica debido a que durante 2020 las tasas de interés se redujeron a un mayor ritmo que la acumulación de la deuda pública, lo que sumado a bajas presiones inflacionarias permitió que los Bancos centrales de la región implementaron medidas para reducir las tasas de interés de corto y largo plazo, lo cual ha sugerido la existencia de tasas de equilibrio estructuralmente bajas durante este período (Centre for Economic Policy Research, 2022).

Gráfico 1
Indicadores comparativos: deuda pública y deuda externa total por grupos de países



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook database, abril 2022.

Gráfico 2
América Latina y el Caribe: pago de intereses de la deuda externa del sector público
y promedio de países emergentes, 2000-2020
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Banco Mundial, International Debt Statistics.

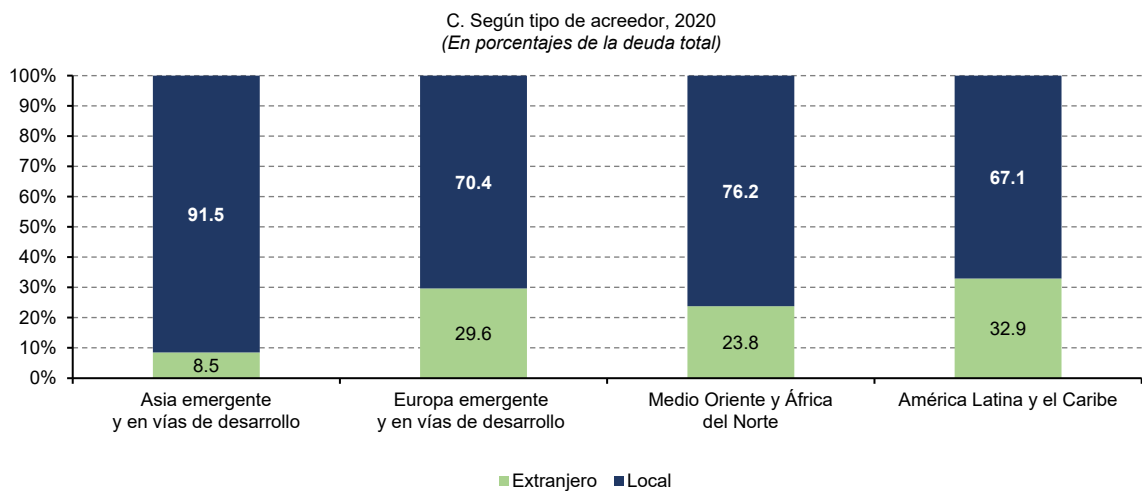
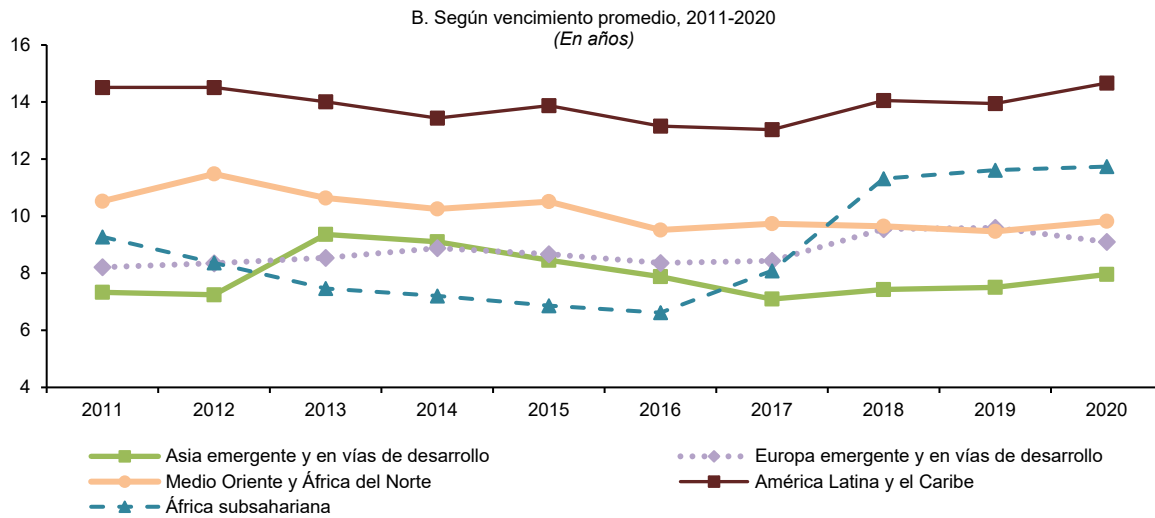
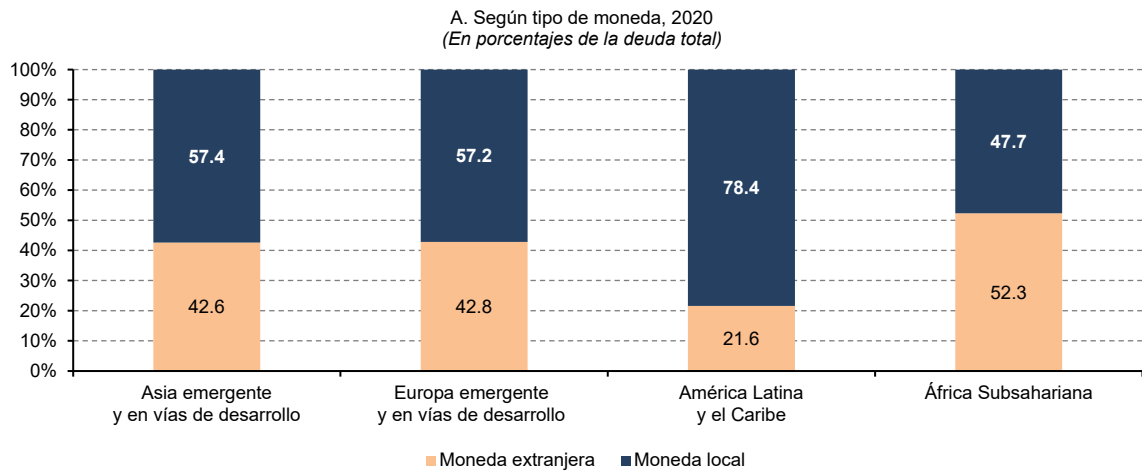
Nota: Los promedios fueron ponderados en base al PIB nominal de cada país.

En cuanto a otros indicadores fiscales, América Latina y el Caribe presenta resultados variables. Por ejemplo, la participación de la deuda del gobierno general denominada en moneda extranjera es significativamente menor al promedio de otras regiones de países emergentes (véase el gráfico 3A). En el 2020, la deuda pública denominada en moneda extranjera representó el 21,6% del total de la deuda pública, inferior al promedio de África subsahariana (52,3%) o Asia (42,6%). Además, esta participación se mantuvo relativamente estable desde el 2011, a diferencia del promedio de África subsahariana que mostró un crecimiento sostenido desde el 2016. Asimismo, el vencimiento promedio de la deuda soberana en América Latina y el Caribe es de aproximadamente 15 años, mientras que en Asia o Europa emergente es cercano a 8,5 años en promedio (véase el gráfico 3B).

En contraste, América Latina y el Caribe presenta una mayor participación de deuda soberana en manos de acreedores externos. En el 2020, el 32,9% de la deuda total del gobierno general era mantenida por acreedores externos (véase el gráfico 3C), mientras que el promedio para los países de Asia emergente era de tan solo 8,5%, debido principalmente a que, tanto en China como India, los acreedores extranjeros representan tan solo un 4,2% de la deuda pública total (los niveles más bajos entre las economías emergentes). Una mayor participación de la deuda en manos de no residentes incrementa la exposición de los países ante una salida de capitales. Además, en un contexto de alta incertidumbre, presiones al alza en el tipo de cambio o de menor dinamismo de las exportaciones, una mayor proporción de la deuda en moneda extranjera o un plazo menor representan serios problemas para la sostenibilidad de la deuda pública.

Por otro lado, el Banco Mundial (2022) señala que las encuestas a empresas privadas en economías emergentes revelan que muchas firmas podrían retrasar sus pagos de deuda, por lo que existe un riesgo de que dichas deudas privadas se conviertan repentinamente en deuda pública. En promedio, entre mayo y septiembre del 2020, el 43,4% de las empresas encuestadas en América Latina y el Caribe estuvieron en mora o preveían estar en mora en los siguientes seis meses. Además, el 11,6% de la deuda externa total del sector privado tenía un plazo de vencimiento menor a un año, aunque dicho porcentaje resulta menor al registrado en Asia emergente (42,6%) o Medio Oriente y Norte de África (20,1%).

Gráfico 3
Deuda del gobierno general por grupos de países



Fuente: Banco Mundial, International Debt Statistics.

Nota: Los promedios fueron ponderados en base al PIB nominal de cada país.

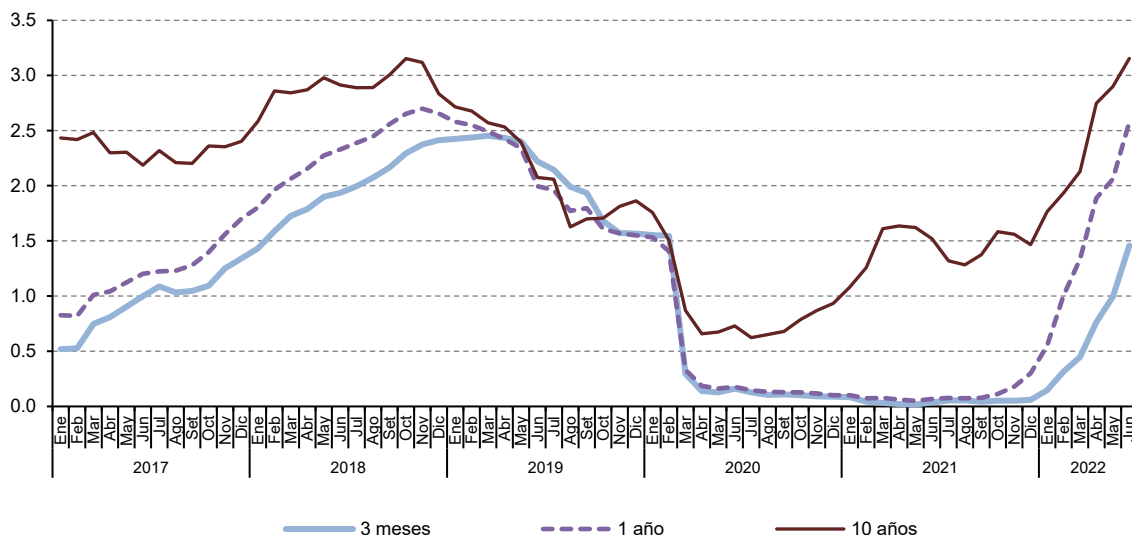
B. Contexto macroeconómico y otros riesgos

Al momento de escribir este documento, los altos niveles de la deuda pública de América Latina y el Caribe están acompañados de un contexto macroeconómico mundial adverso, lo cual genera desafíos aún mayores sobre la sostenibilidad de dicha deuda. Este contexto desfavorable se debe a las condiciones financieras restrictivas ante el endurecimiento de la política monetaria en los Estados Unidos y la previsible para el área euro; la aceleración de la inflación desde fines de 2021; la desaceleración económica de los principales socios comerciales, especialmente de Europa Occidental y China y la probable para Estados Unidos; y, en forma más amplia, el incremento en la incertidumbre (Acosta-Ormaechea, Goldfajn y Roldós, 2022).

Luego de la política monetaria expansiva frente a la crisis sanitaria del COVID-19, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) ha tomado una postura más restrictiva con el objetivo de anclar las expectativas de inflación. En particular, la inflación alcanzó en abril y mayo de 2022 los mayores niveles en 40 años debido a los mayores precios de las materias primas y problemas en las cadenas de suministro global (FMI, 2022). Ello ha conllevado aumentos en las tasas de interés de la política monetaria tanto en mayo como en junio, aunque el mercado financiero previó estos aumentos desde comienzos de este año. Por eso, el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años aumentó de 1,47% en diciembre 2021 a 3,15% en junio de 2022, mientras que el de los bonos a un año subió de 0,30% a 2,57% en el mismo periodo (véase el gráfico 4).

Esta política contraccionista ha impactado negativamente los mercados emergentes a través de una mayor tasa de interés de su deuda, un incremento de la salida de capitales y una mayor depreciación del tipo de cambio. Según el FMI (2021a), un aumento de 100 puntos básicos por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) se asocia a un incremento de 47 puntos básicos en la tasa de interés de los bonos de dos años de los mercados emergentes. Además, podría generar una salida de capitales de aproximadamente 7 puntos básicos del PIB y una depreciación del tipo de cambio de alrededor de un punto porcentual. Así, en un contexto de costos de financiamiento más altos durante los primeros cuatro meses del 2022, la emisión de bonos internacionales de América Latina y el Caribe se redujo en un 42% respecto al mismo periodo de 2021 (CEPAL, 2021a).

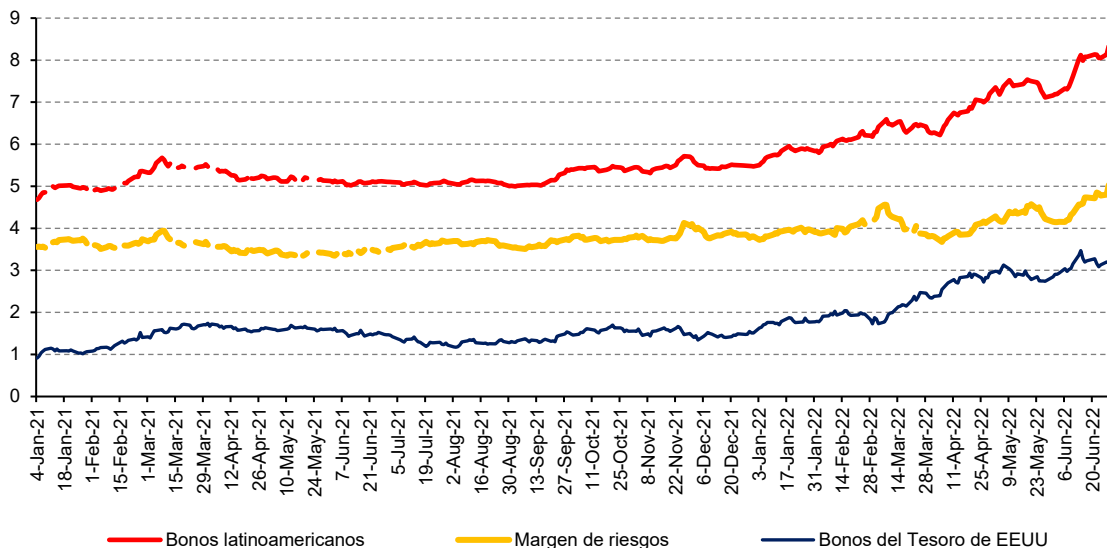
Gráfico 4
Rendimiento de los bonos de los Estados Unidos, enero 2017-junio 2022
(En porcentajes)



Fuente: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos.

Según los datos de seguimiento de los mercados internacionales de los bonos de las economías emergentes de J.P. Morgan (como el conocido Emerging Markets Bond Index (EMBI)), los rendimientos de los títulos a diez años de América Latina se mantuvieron relativamente estables en 2021, aunque con una corta tendencia al alza en el primer trimestre de ese año debido a los incrementos en las tasas de interés de los Estados Unidos. Por el contrario, han aumentado en forma significativa en el primer semestre de 2022, de un 5,5% a un 8,3%, como resultado tanto de un aumento de la tasa de interés de referencia como del margen de riesgo de los papeles latinoamericanos (véase el gráfico 5). El efecto de la tasa de interés ha sido ligeramente superior para la región (1,5 de los 2,8 puntos de aumento), sin embargo, y aunque el aumento en los márgenes de riesgo ha sido en promedio menor para los países latinoamericanos que para el conjunto de economías emergentes, ha variado significativamente entre las principales economías de la región: muy alto para Argentina (840 puntos básicos), sucedida por Colombia (230) y México (122), y moderado para Brasil, Chile y Perú (menos de 100 puntos básicos).

Gráfico 5
Rendimiento de los bonos latinoamericanos vs. bonos del Tesoro
de los Estados Unidos, enero 2021-junio 2022
(En porcentajes)



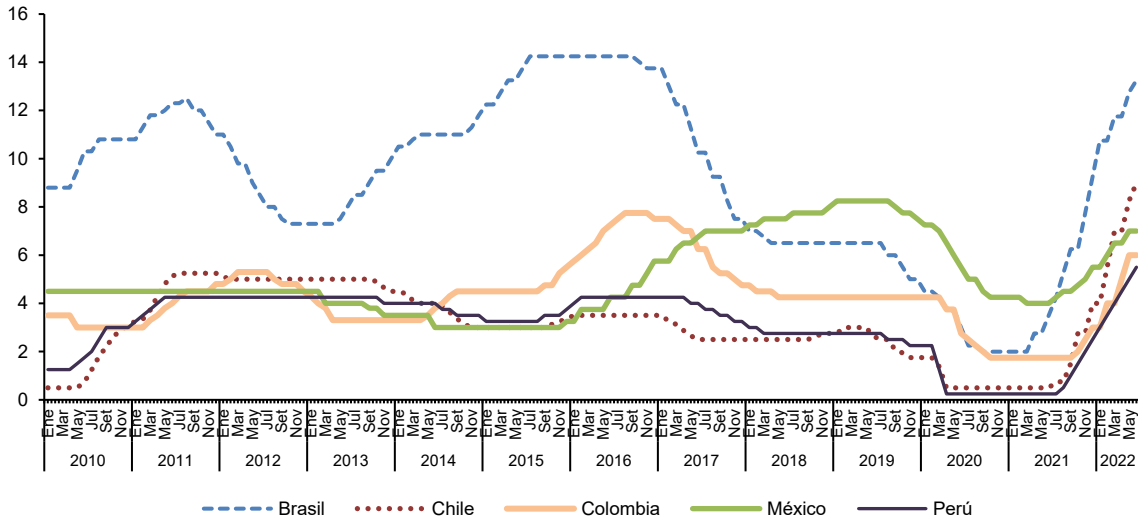
Fuente: J.P. Morgan.

A este contexto adverso se le suma las implicaciones negativas de la invasión de Rusia a Ucrania, la cual se ha reflejado en el fuerte incremento del precio del petróleo y el gas, del costo de los fertilizantes y de algunos alimentos, con un fuerte impacto negativo de estos últimos incrementos sobre los hogares vulnerables. Aunque el FMI (2022a) menciona que el África subsahariana será el mercado emergente más afectado, América Latina y el Caribe también enfrentan serias presiones inflacionarias y una mayor incertidumbre sobre la trayectoria de la inflación. Ante ello, la mayoría de los Bancos Centrales de la región que utilizan la tasa de interés como el principal instrumento de la política monetaria han aumentado las tasas de referencia desde fines de 2021 y en algunos casos de manera sustancial (véase el gráfico 6). Con ello se busca frenar la inflación, aunque a costa, previsiblemente, de una desaceleración de la actividad económica.

Sin embargo, cabe señalar que existen ciertos impactos positivos sobre la región, en especial una mejoría en los términos de intercambio para los países exportadores de combustibles y alimentos. No obstante, pese a esta mejora temporal, los precios de los futuros del petróleo, cobre y soya, principales

materias primas de la América Latina y el Caribe, son inferiores a los precios de entrega inmediata. Según el Banco Interamericano de Desarrollo (BID,2022), este fenómeno se conoce como *backwardation* y normalmente implica una interrupción temporal de la oferta y las expectativas que los precios de entrega inmediata disminuirán en el corto plazo, lo cual se evidenció con la caída del precio del cobre en junio del 2022.

Gráfico 6
Tasa de interés de política monetaria de países latinoamericanos seleccionados, enero 2010-junio 2022
(En porcentajes)



Fuente: Banco Central do Brasil, Banco Central de Chile, Banco de la República-Colombia, Banco de México y Banco Central de Reserva del Perú.

Un tercer factor que podría implicar un menor crecimiento económico en el corto plazo es la desaceleración de la economía de China debido, en parte, a la implementación de cuarentenas estrictas frente a nuevas variantes de COVID-19. La política monetaria en Estados Unidos y la invasión a Ucrania también han afectado negativamente a la economía china, lo cual se hizo evidente en la salida de capitales (Institute of International Finance, 2022). Además, el Fondo Monetario Internacional sostiene que dicha desaceleración podría exponer ciertas debilidades estructurales de la economía china, como el elevado endeudamiento de los gobiernos locales, el alto apalancamiento de empresas inmobiliarias, o un frágil sistema bancario. La desaceleración de la economía china es particularmente importante para los países sudamericanos, ya que representa para casi todos el primero o segundo destino de sus exportaciones.

En cuanto a las economías desarrolladas, luego de la fuerte recuperación del 2021, se observa una desaceleración económica debido tanto a una política monetaria contraccionista para frenar la inflación como a los efectos económicos de la invasión Rusa a Ucrania sobre estas economías. Ello se evidencia en un retroceso o estancamiento en el caso de China del índice de gestores de compras o PMI (Purchasing Managers Index), el cual mide las condiciones económicas a través de encuestas a empresas privadas sobre el nivel de nuevos pedidos, producción y compras, entre otros (IHS Markit, 2019). Una menor demanda de estas economías tiene serias implicancias negativas para la región, principalmente para los países sudamericanos.

Por otro lado, ante escenarios de insostenibilidad de la deuda pública, las economías emergentes suelen iniciar procesos de reestructuración de deuda, principalmente externa. Según el Banco Mundial (2022), es posible que estos procesos se hayan vuelto más complejos debido a que los

acreedores son más heterogéneos. Por ejemplo, se ha incrementado la proporción de prestamistas no tradicionales como sociedades de inversión, tenedores de bonos y acreedores oficiales que no son miembros del Club de París. Al respecto, el FMI (2022b) menciona que China es el principal tenedor de deuda bilateral en 42 de 68 mercados emergentes. Además, el 60% de los países elegibles para la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI, por sus siglas en inglés) muestran un sobreendeudamiento o una trayectoria insostenible de la deuda pública. En este contexto, se esperarían coordinaciones más complicadas entre los acreedores, lo cual atrasaría los acuerdos de reestructuración. En la región, por ejemplo, se destaca Jamaica que se vio obligada a negociar siete acuerdos de reestructuración antes de resolver su situación de endeudamiento (Banco Mundial, 2022).

Una última fuente de riesgo es el cambio climático, dado su impacto negativo sobre el crecimiento económico y el aumento del gasto público para financiar el manejo de desastres naturales. Como sostiene el Banco Mundial (2022) la falta de gestión de estos riesgos climáticos genera una valoración incorrecta de los activos, una mala asignación del capital y un incremento de la volatilidad en periodos de inestabilidad financiera. Por ello, resulta crucial el reconocimiento y cuantificación de los costos ambientales y sus efectos macroeconómicos, así como una mejora de la regulación de los riesgos ambientales en los mercados financieros y una adecuada taxonomía para el uso de instrumentos ambientales, sociales y de gobernanza como bonos verdes o bonos vinculados a la sostenibilidad (Ocampo, 2022). En América Latina, el mercado de estos instrumentos presentó un fuerte dinamismo durante el 2020. En dicho año, la emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles en la región se situó en 12.693 millones de dólares; sin embargo, aún representa tan solo el 2% de las transacciones globales por este tipo de bonos (CEPAL, 2021b). Nuñez, Velloso y Da Silva (2022) señalan que no existe un marco claro en América Latina y el Caribe para medir y comparar el impacto climático del uso de estos instrumentos financieros por parte del sector privado. Por ejemplo, encuentran que las empresas emisoras de este tipo de deuda reportan distintas métricas que dificultan las comparaciones a lo largo del tiempo y entre países, sectores y tipos de inversión. La mejora del marco normativo y los indicadores podría incentivar las inversiones ecológicas, diversificar las fuentes de financiamiento y gestionar los riesgos de una caída del crecimiento por cambio climático. Asimismo, aumentan los incentivos y evidencia para impulsar la eliminación gradual de las políticas preferenciales en materia de impuestos, auditoría y regulaciones para los sectores ambientalmente insostenibles (Banco Mundial, 2022).

En la región, los casos de Barbados y Granada son pioneros en la inclusión de riesgos por cambio climático en el manejo de la sostenibilidad de la deuda pública. Durante sus procesos de reestructuración de la deuda, ambos países incluyeron cláusulas por desastres naturales que, ante un evento objetivamente verificable, implican un cese o reducción en el servicio de deuda, con el objetivo de reducir las presiones presupuestales y destinar recursos a las áreas o sectores afectados (Banco Mundial, 2022). En el caso de Barbados, el país reforzó su manejo de riesgos por desastres naturales y emergencia climática al contraer un préstamo contingente con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Este financiamiento cubre gastos en caso de huracanes y de lluvias torrenciales asociadas con los sistemas ciclónicos sobre la base de su intensidad y de la población afectada (BID, 2020).

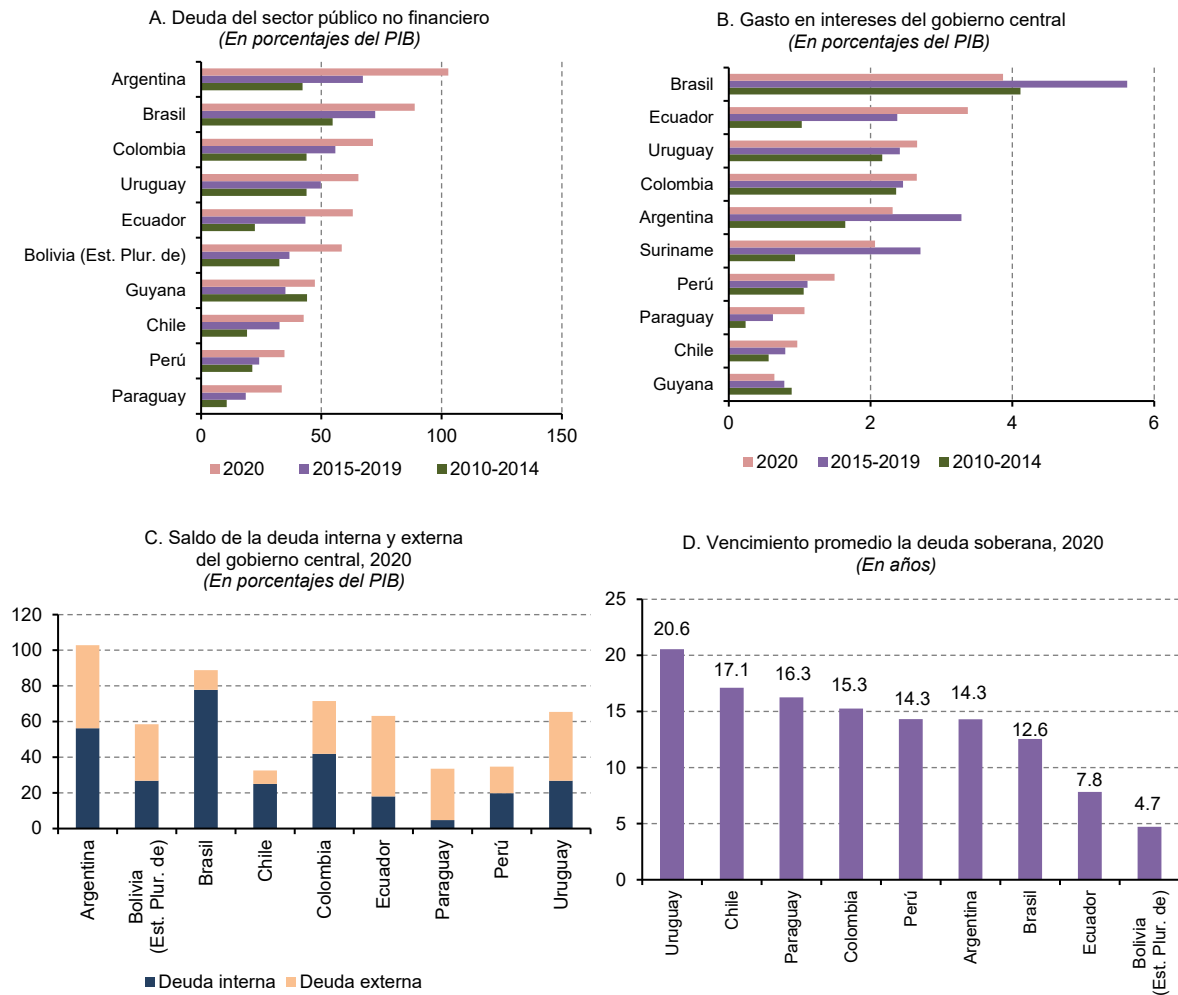
C. Determinantes relevantes de la sostenibilidad de la deuda pública de América Latina y el Caribe

Para el análisis de las tendencias regionales, se dividen los países en tres grupos: i) América del Sur; ii) México y América Central; y iii) El Caribe. Además de las variables descritas anteriormente, el análisis incluye el crecimiento económico, niveles de déficit fiscal primario, y tasas de interés, debido a que son determinantes de la sostenibilidad de la deuda pública.

En América del Sur, según información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) la deuda del sector público no financiero (SPNF) se ha incrementado sostenidamente desde el 2010. En el periodo 2010-2014, dicha deuda ascendía en promedio a 33% del PIB, luego

aumentó hasta 42% del PIB para el periodo 2015-2019 y alcanzó un máximo de aproximadamente 61% durante la crisis sanitaria del COVID-19 (véase el gráfico 7A). En 2020, Argentina, Brasil y Colombia presentaron los mayores niveles de la deuda pública del sector público no financiero. Respecto al incremento desde el 2010, nuevamente Argentina y Ecuador presentaron el mayor aumento con un cambio en puntos porcentuales del PIB de 60,6 y 40,7, respectivamente. Por el contrario, Perú registró el menor incremento desde el 2010 con 13,3 puntos porcentuales del PIB.

Gráfico 7
América del Sur: indicadores de la deuda pública distintas coberturas, 2010-2020



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial.

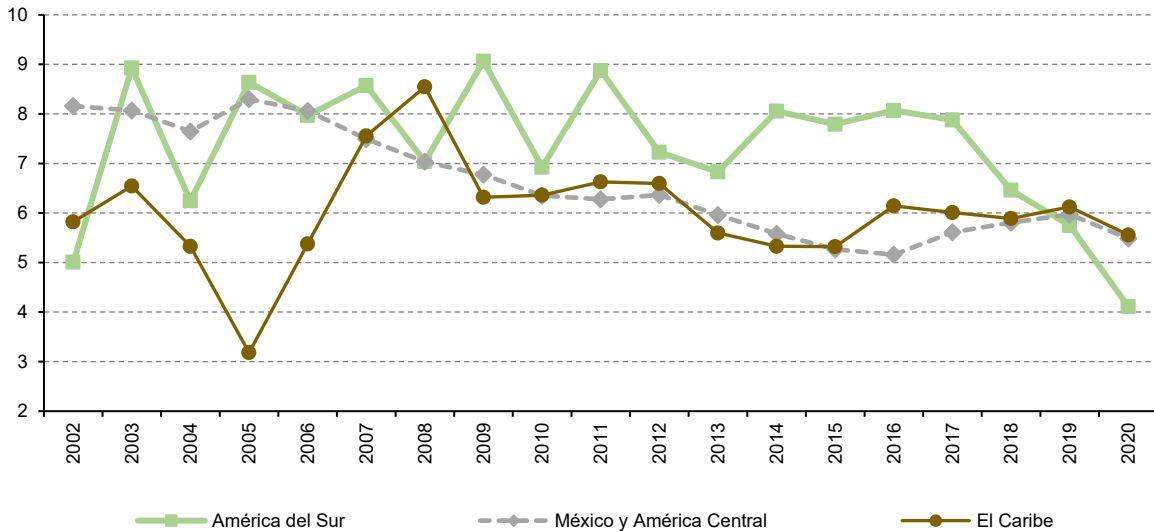
Según el Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2022 elaborado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), al cierre del 2021, la deuda pública del gobierno central se redujo en cinco de nueve países en América del Sur. Los países con la mayor reducción fueron Argentina (23 puntos porcentuales del PIB) y Brasil (8,3 puntos porcentuales del PIB) explicado por un crecimiento del PIB nominal que logró compensar las variaciones de otros componentes subyacentes de la deuda pública como el tipo de cambio, inflación y los intereses implícitos devengados (CEPAL, 2022). Sin embargo, como sostiene la CEPAL, el nivel de la deuda pública bruta aún se mantiene por encima de los niveles observados en los 20 años previos a la pandemia.

En cuanto al pago de intereses, los gobiernos centrales en América del Sur gastaron, en promedio, 2,1% del PIB en el 2020, una cifra mayor al nivel registrado durante el 2010-2014 (1,6%). Por país, destacan los casos de Brasil, donde dicho gasto se redujo 0,3 puntos porcentuales del PIB, y Ecuador cuyo pago de intereses registró el mayor incremento con 2,3 puntos porcentuales del PIB para igual período (véase el gráfico 7B). En línea con la recuperación económica, el gasto por intereses se redujo en 6 de los 9 países de América del Sur durante el 2021. Por ejemplo, en Ecuador y Argentina, dicho gasto disminuyó un 1,5 y un 0,6 puntos porcentuales del PIB, respectivamente, respecto al nivel del 2020. Al contrario, en el caso de Brasil el gasto por intereses se incrementó en 0,7 puntos porcentuales del PIB, como consecuencia del alza de la tasa de política monetaria (SELIC) en igual período. Por su parte, en Colombia, se registró también un incremento de 0,7 puntos porcentuales del PIB dados los mayores niveles de inflación en el segundo semestre del 2021, lo cual aumentaría implícitamente los pagos de intereses por la deuda pública indexada a la inflación (CEPAL, 2022).

Como se mencionó anteriormente, las menores tasas de interés, principalmente durante el 2020, explican, en parte, el menor aumento del gasto por intereses en términos del PIB en comparación al mayor nivel de endeudamiento público. Cabe señalar que el menor gasto durante el 2020 en relación con el año anterior también está influenciado por el menor nivel de deuda pública en el 2019. Las tasas de interés se pueden aproximar como el gasto por intereses de la deuda pública del gobierno central del periodo en porcentaje del saldo de la deuda pública del gobierno central del periodo anterior. Según Martner y Tromben (2004), esta tasa de interés implícita es una aproximación de la tasa de interés real pagada por el país por todas las deudas generadas en el pasado, a diferencia de otros indicadores como el margen de riesgo de los bonos soberanos sobre los de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que solo expresa la tasa de interés pagada en un momento determinado. De esta forma, América del Sur ha experimentado una reducción en la tasa de interés implícita desde el 2016 (véase el gráfico 8). Esta tendencia es más positiva que otras subregiones como son México y América Central y, especialmente, en el Caribe. Sin embargo, según la CEPAL (2022), en el 2021, se observa una tendencia positiva en la tasa de interés de los bonos soberanos a largo plazo en moneda nacional. Entre diciembre de 2020 y diciembre de 2021, Brasil registró un incremento de 806 puntos básicos, mientras que el Perú y Chile mostraron aumentos de 294 y 229 puntos básicos, respectivamente. Cabe destacar que el impacto de las mayores tasas dependerá de la importancia de la deuda en moneda local y de los plazos de vencimiento (CEPAL, 2022). Por ejemplo, en Brasil, se observa una alta participación de deuda de corto plazo, la cual está más influenciada por la tasa de política monetaria (SELIC). Así, ante el aumento de las tasas, se esperaría un mayor impacto sobre el gasto público por intereses.

Por ello, en cuanto a otras características de la deuda estatal, Brasil muestra bajos niveles de la deuda en moneda extranjera y en manos de no residentes (véase el gráfico 7C). Según información del Banco Mundial, en el 2020, solo el 7,0% de la deuda del gobierno general estaba denominada en moneda extranjera. Además, según información de la CEPAL, durante 2020 la deuda interna del gobierno central representó 77,8% del PIB, mientras que la deuda externa solo un 11,0% del PIB, lo cual evidencia un mayor desarrollo del mercado financiero local en Brasil. Otros países que registran una deuda interna mayor a la deuda externa son Argentina, con una deuda interna del gobierno central de 56,7% del PIB; Colombia, con 38,6%; Perú, con 17,4%; y Chile con 25,0%, todos como porcentajes del PIB. Por el contrario, la deuda externa de Ecuador es 25,5 puntos porcentuales del PIB mayor a la deuda interna para igual período. Asimismo, pese a registrar menores niveles de deuda, en el caso de Paraguay casi el 90% de la deuda del gobierno central se encuentra denominada en moneda extranjera, a su vez la deuda externa de igual cobertura representa un 26,5% del PIB, muy por encima del tamaño de la deuda interna (3,2% del PIB). Los países que muestran un menor vencimiento promedio en la deuda soberana son Bolivia (4,7 años) y Ecuador (7,8 años), mientras que Uruguay (20,6 años) y Chile (16,3 años) tiene los mayores plazos de vencimiento promedio (véase el gráfico 7D).

Gráfico 8
América Latina y el Caribe: tasas de interés implícita de la deuda externa por subregiones, 2002-2020
(En porcentajes)

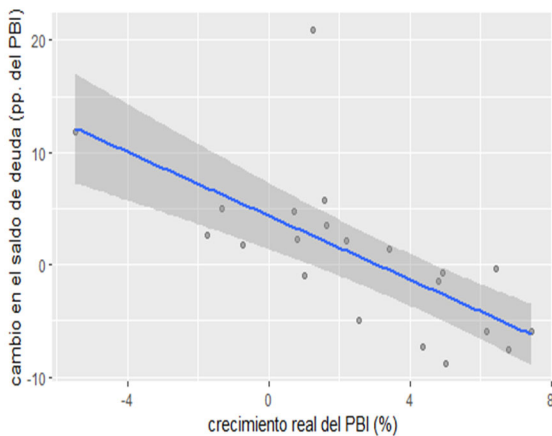


Fuente: Elaboración propia, sobre cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
 Nota: Los promedios fueron ponderados en base al PIB nominal de cada país.

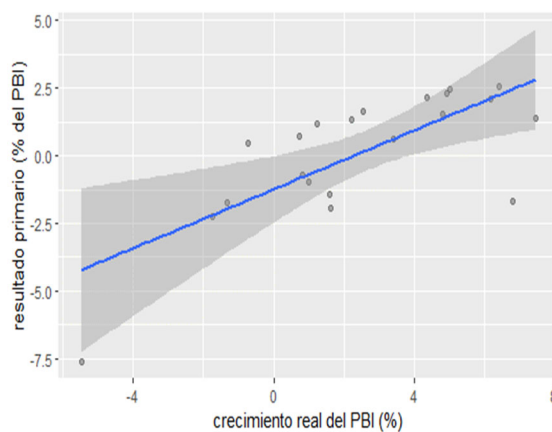
Por otro lado, en América del Sur, se observa que la deuda pública relativa al producto se ha reducido durante los periodos de alto crecimiento económico, mientras que tiende a aumentar en periodos de crisis económica (véase el gráfico 9A). Por ejemplo, durante 2003 y 2008, la región creció en promedio casi un 5% por año y la reducción de la deuda del gobierno central fue de aproximadamente de 5,5 puntos porcentuales del PIB por año. Además, el mayor crecimiento económico se asocia a mejores resultados fiscales; es decir, durante periodos de bonanza económica, los gobiernos en América del Sur tienden a registrar mayores niveles de superávit fiscal (véase el gráfico 9B). Estos resultados muestran ciertos indicios de que las políticas para impulsar el crecimiento económico en la región y que, a su vez, promuevan una política fiscal ordenada podrían reducir los niveles de la deuda pública y mantener su sostenibilidad.

Gráfico 9
América del Sur: indicadores fiscales y tasa de crecimiento económico, 2001-2021

A. Cambio en el saldo de deuda pública versus crecimiento real del PIB
(En puntos porcentuales del PIB y en porcentajes)



B. Resultado primario versus crecimiento real del PIB
(En porcentajes del PIB y en porcentajes)



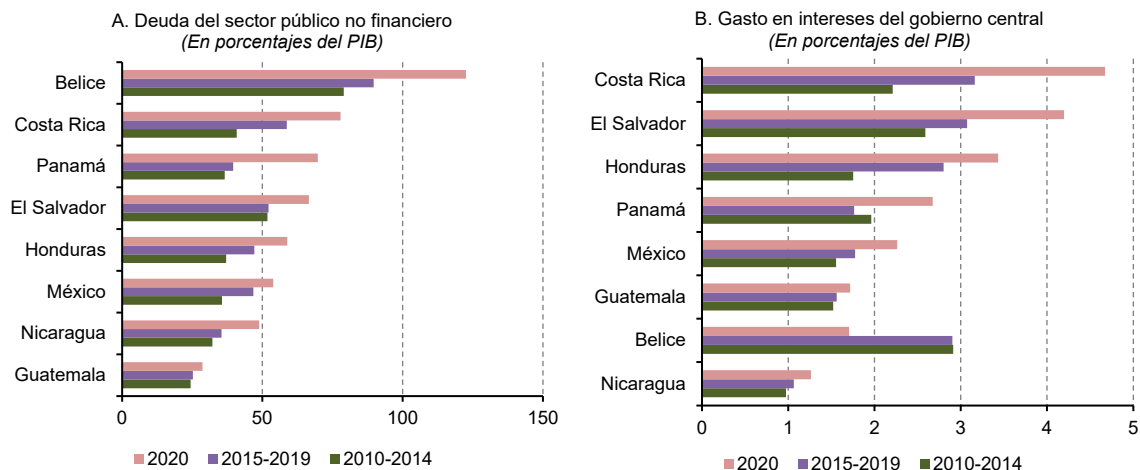
Fuente: Elaboración propia, sobre cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

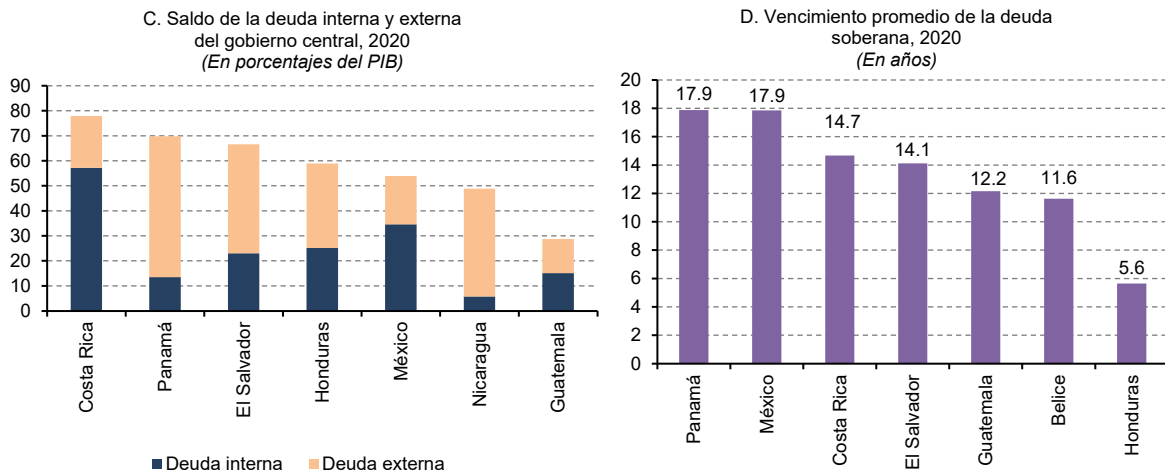
Por país, se destacan el dinamismo económico de Perú, Colombia y Chile. Entre 2000 y 2019, lideraron el crecimiento de la región con una variación real promedio anual de 4,9%, 3,8% y 3,7%, respectivamente. Asimismo, Perú y Chile registraron amplios superávits fiscales durante periodos de altos precios de las materias primas, lo cual les permitió mantener, en parte, una mejor trayectoria de las finanzas públicas. Por el contrario, Argentina y Brasil registraron el menor crecimiento real en los últimos 20 años con un 1,9% y un 2,3%, respectivamente, al igual que los mayores déficits fiscales desde el 2013.

En México y América Central, la deuda pública del sector público no financiero aumentó de aproximadamente un 36,9% del PIB en el periodo 2010-2014 a más de 57,8% del PIB en el 2020. El mayor endeudamiento fue liderado por Costa Rica, que incrementó su deuda en 37 puntos porcentuales del PIB (de un 40,1% a un 58,1%) en el mismo periodo (véase el gráfico 10A). Los menores incrementos se registraron en Guatemala (7,1 puntos porcentuales del PIB) y México (17,6 puntos porcentuales del PIB), los cuales además presentan niveles de endeudamiento sostenibles o una vulnerabilidad baja (Rivas Valdivia, 2020). Según la CEPAL (2022), entre el 2020 y 2021, salvo en Costa Rica, se redujo la deuda pública de todos los gobiernos centrales en esta subregión. Entre ellos, destaca la caída en el nivel de deuda pública del gobierno central en Panamá (4,8 puntos porcentuales del PIB).

Respecto al gasto por intereses, a diferencia de América del Sur, México y América Central presentan un incremento de dicho gasto en el 2020 respecto a periodos anteriores (véase el gráfico 10B). Salvo Belice, todos los gobiernos centrales de la región presentaron un aumento del gasto por intereses. Costa Rica (4,7% del PIB) y El Salvador (4,2% del PIB) muestran los mayores niveles en el 2020, los cuales son, además, el segundo y el tercer mayores niveles de gasto por intereses entre todos los países de ALC, solo superado por Jamaica (6,5% del PIB). En particular, el elevado gasto en Costa Rica se debe a la alta participación de deuda interna en moneda nacional (60% de la deuda pública en 2021), la cual se asocia a tasas de interés más altas en dicho país. Además, a pesar de que la tasa de interés implícita presenta una ligera tendencia decreciente desde el 2006 (véase el gráfico 8), el mayor gasto en este grupo de países se explicaría, en parte, a que dicha tasa no se redujo al ritmo de los países de América del Sur durante el 2019 y 2020. No obstante, al cierre del 2021, dicho gasto se redujo en la mayoría de los países. Por ejemplo, en México y Honduras, los pagos por intereses del gobierno central cayeron 0,3 puntos porcentuales del PIB, mientras que en Panamá se redujeron en 0,2 puntos porcentuales del PIB.

Gráfico 10
América Central y México: indicadores de la deuda pública distintas coberturas, 2010-2020



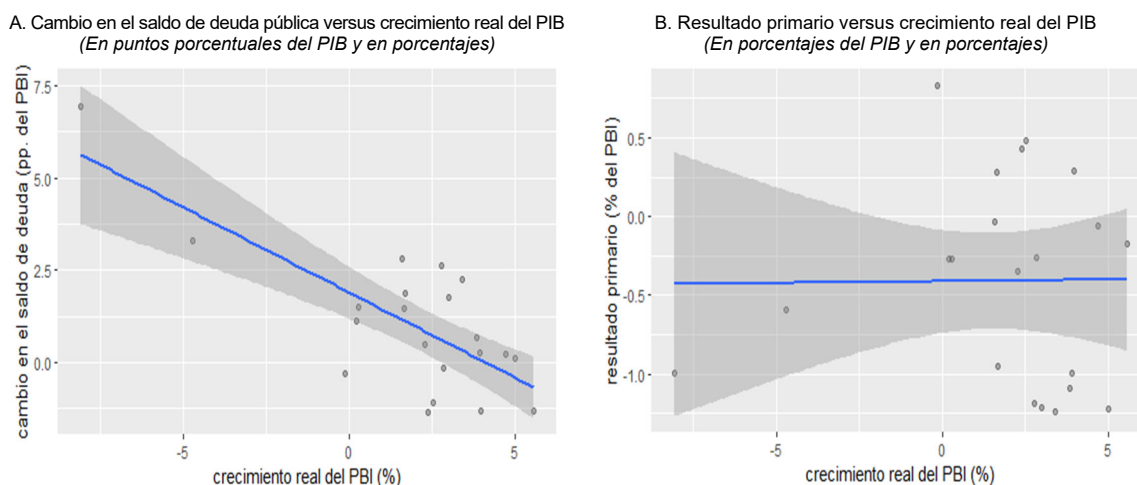


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Mundial.

En cuanto a las características de la deuda pública, dado el limitado tamaño de su mercado financiero local, Nicaragua y Honduras presentan los mayores niveles de deuda en moneda extranjera, la cual tiene como acreedores a organismos multilaterales, con 91,7% del total de la deuda del Gobierno General en Nicaragua y 70,0% del total en Honduras. Por su parte, la deuda pública en moneda extranjera solo alcanza el 21,8% del total en México, el cual es el segundo menor nivel en la región después de Brasil (7,0%). Como se observa en el gráfico 10.C, Costa Rica y México presentan los mayores niveles de deuda interna del gobierno central con 51,3% del PIB y 31,9% del PIB, respectivamente. Por el contrario, la deuda externa de Panamá es 42 puntos porcentuales del PIB mayor a la deuda interna, mientras que en Nicaragua es 36,9 puntos porcentuales del PIB mayor. En el caso de Honduras, además de la mayor deuda externa, existe un riesgo adicional en el corto plazo debido a que muestra un menor plazo de vencimiento de la deuda soberana, con un promedio de aproximadamente 5,6 años, mientras que, por ejemplo, México y Panamá muestran un vencimiento promedio de 17,9 años.

En la subregión de América Central y México se observa una relación decreciente y significativa entre la reducción de la deuda pública y el crecimiento económico (véase el gráfico 11A). No obstante, a diferencia de América del Sur, la relación entre crecimiento económico y resultado primario no es significativa (véase el gráfico 11B). Esto implicaría que, durante periodos de bonanza económica este grupo de países no necesariamente reducen, en promedio, sus niveles de déficit fiscal. Ello podría generar mayores niveles de riesgo, dado que la consolidación de las cuentas fiscales (reducción del nivel de gasto o incremento de la recaudación) asegura la sostenibilidad de la deuda pública. El patrón en este sentido es, sin embargo, muy diverso. Por ejemplo, Panamá y Costa Rica lideran el crecimiento económico en los últimos veinte años con una variación real promedio anual de 6,0% y 4,0%, respectivamente. Sin embargo, a diferencia de casos como Chile o Perú, Panamá y Costa Rica presentan mayores niveles de déficit fiscal durante un tiempo más prolongado. En particular, no han registrado un superávit primario desde el 2008 en el caso de Costa Rica y desde el 2010 en el caso de Panamá. Por su parte, México registró un crecimiento débil de tan solo 1,7% entre 2015 y 2019; no obstante, luego de siete años consecutivos de déficits primarios, el gobierno central alcanzó un superávit primario en el 2017 y registró el segundo menor nivel de déficit primario entre países de América Latina en el 2020 y 2021. Otro caso de relativo éxito es Honduras, que acumuló un superávit promedio de 0,2% del PIB entre 2015 y 2019 y además registró el segundo mayor crecimiento entre los países de esta región de América Latina del Caribe con una variación real promedio de 3,8% en este periodo.

Gráfico 11
América Central y México: indicadores fiscales y tasa de crecimiento económico, 2001-2021



Fuente: Elaboración propia, sobre cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

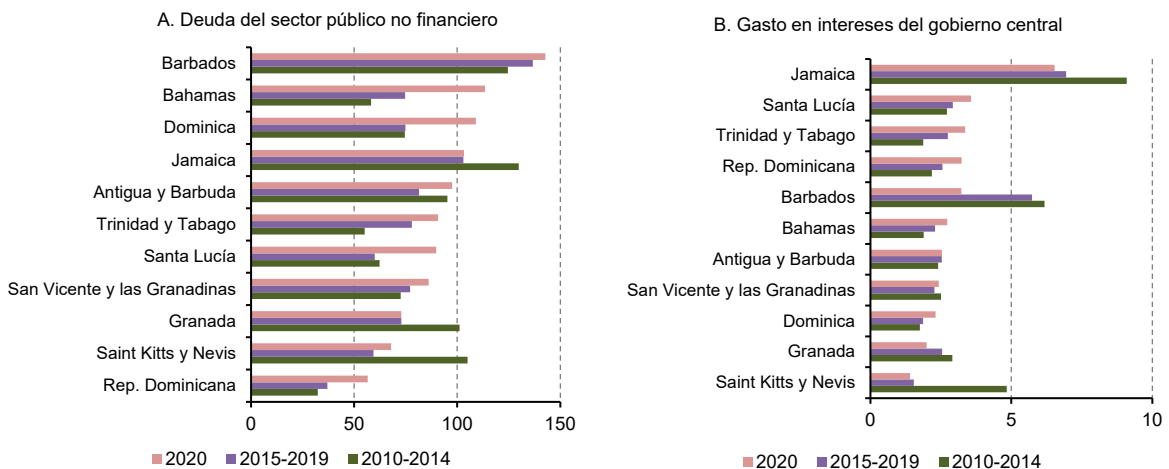
La deuda pública del sector público no financiero en los países del Caribe también registró un aumento entre el 2010 y 2020 al incrementarse de aproximadamente 87,9% del PIB en el 2010 a 96,3% en el 2020. Estos niveles son superiores a los promedios registrados en América del Sur y América Central y México. Por país, Barbados se mantiene con el mayor nivel de endeudamiento público con un 136,6% del PIB en el 2020. Asimismo, Bahamas registró el mayor incremento con 70,3 puntos porcentuales del PIB al aumentar de 45,7% del PIB en el 2011 a 115,9% en el 2020 (véase el gráfico 12A). A nivel de subregiones, a diferencia de América del Sur, América Central y México, la deuda pública del gobierno central promedio del Caribe se mantuvo relativamente estable al cierre del 2021 a pesar de la alta heterogeneidad existente entre los países. Por ejemplo, entre el 2020 y 2021, la deuda pública de dicho nivel de gobierno en Bahamas y en Antigua y Barbuda se redujeron en 6,0 y en 2,8 puntos porcentuales del PIB, respectivamente. Por el contrario, en el mismo periodo, el nivel de deuda en San Vicente y las Granadinas aumentó en 7,5 puntos porcentuales del PIB, mientras que en Trinidad de Tobago se incrementó en 5,5 puntos porcentuales del PIB.

Además, al igual que en América Central y México, el mayor nivel de endeudamiento también implicó un mayor gasto por intereses. En los gobiernos centrales del Caribe, el gasto promedio por dicho concepto se incrementó de 3,6% del PIB en el periodo 2010-2014 a 3,0% del PIB en el 2020, lo cual se explica, principalmente, por el mayor gasto en intereses de Jamaica. Sin embargo, este gasto se ha reducido paulatinamente en los últimos años, dado que Jamaica ha disminuido en 6,6 puntos porcentuales del PIB entre el 2000 y el 2020, pasando de un 13,1% del PIB a un 6,5% del PIB en igual período. Esta tendencia negativa continuó en el 2021 debido a que dicho gasto se redujo en casi 0,4 puntos porcentuales del PIB respecto al nivel registrado en el 2020. Otros países con elevado nivel de gasto por intereses son Bahamas (4,0% del PIB en el 2020) y Trinidad y Tobago (3,9%) (véase el gráfico 12B), ambos países presentaron el mayor incremento en el pago por intereses entre el 2020 y 2021.

En cuanto a la relación entre crecimiento económico y el cambio en el nivel de deuda, El Caribe presenta una relación negativa y significativa, al igual que en las demás regiones analizadas (véase el gráfico 13A). Incluso excluyendo los niveles en el 2020, dicha relación se mantiene significativa; es decir, los niveles de deuda pública se reducen ante un incremento del crecimiento. Por otra parte, en forma similar a los países sudamericanos, pero a diferencia de América Central y México, la relación entre el crecimiento y el resultado primario es significativa y positiva (véase el gráfico 13B). Así, existen ciertos

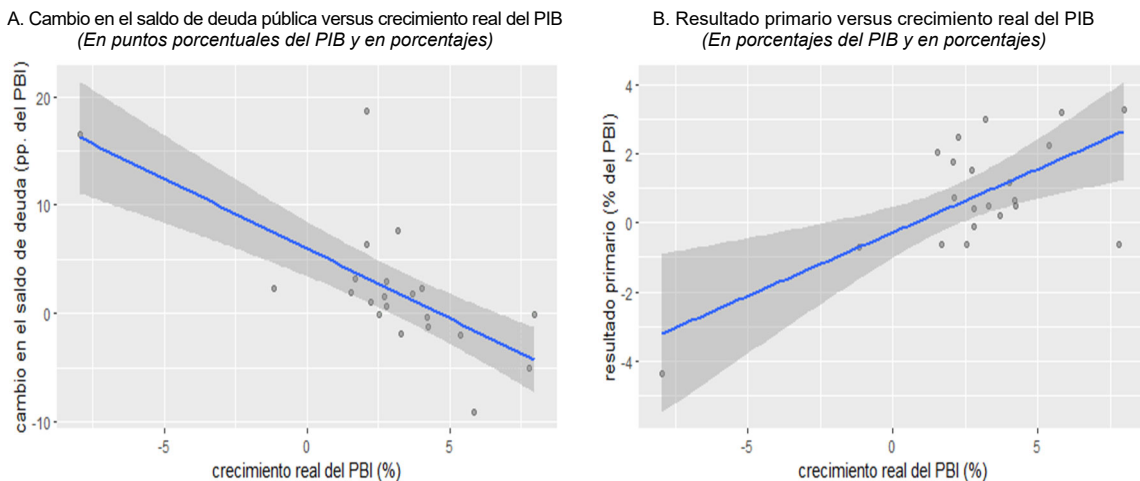
indicios de que las políticas que impulsen el crecimiento permitirían mejores resultados fiscales y una reducción de la deuda que podría asegurar su sostenibilidad. Por ejemplo, Saint Kitts y Nevis fue el tercer país con el mayor crecimiento promedio en El Caribe con una tasa de 2,6% y registró, además, un superávit fiscal primario promedio de 6,8% del PIB entre el 2006 y 2019. Por su parte, Jamaica, que muestra elevados niveles de deuda pública, presentó un débil crecimiento económico (0,7%) en el periodo 2001-2019, el cual se vio aún más afectado por la crisis sanitaria del COVID-19 con una caída real de 9,9%. No obstante, el gobierno central de Jamaica muestra altos niveles de superávit fiscal debido a que no registra un resultado primario negativo desde el 2001. En el caso de Barbados, el país muestra el menor crecimiento económico en El Caribe con una variación anual de tan solo 0,5%, lo cual también se evidencia en la poca reducción en su nivel de deuda pública.

Gráfico 12
El Caribe: indicadores de la deuda pública distintas coberturas, 2010-2020
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Gráfico 13
El Caribe: indicadores fiscales y tasa de crecimiento económico, 2001-2021



Fuente: Elaboración propia, sobre cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Por otro lado, existe una alta heterogeneidad entre las calificaciones crediticias de los países de América Latina y el Caribe (véase el cuadro 1). En América del Sur, Chile muestra los mejores registros, con un grado de inversión medio de acuerdo con las tres calificadoras de riesgo. Además de Chile, el Perú y Uruguay mantienen el grado de inversión según las tres calificadoras de riesgo; por el contrario, Argentina, Suriname y Venezuela registran riesgos sustanciales o extremadamente especulativos. Colombia se encuentra en una situación intermedia, pero perdió su grado de inversión en 2021. En América Central y México, este último y Panamá tienen la mejor calificación con un grado medio inferior y mantienen el grado de inversión. El Salvador y Belice muestran un riesgo sustancial o son bonos altamente especulativos. Por su parte, ningún país del Caribe presenta grado de inversión; sin embargo, Trinidad y Tobago son calificados como grado medio inferior, de no inversión especulativo. El resto de los países del Caribe se califican con un riesgo sustancial o altamente especulativos.

Cuadro 1
América Latina y el Caribe: calificación de la deuda según país y calificadora, 2022

	Moody's	S&P	Fitch
América del Sur			
Argentina	Ca	CCC+	CCC
Bolivia	B2		B
Brasil	Ba2	BB-	BB-
Chile	A1	A	A-
Colombia	Baa2	BB+	BB+
Ecuador	Caa3	B-	B-
Paraguay	Ba1	BB	BB+
Perú	Baa1	BBB	BBB
Suriname	Caa3	SD	RD
Uruguay	Baa2	BBB	BBB-
Venezuela (República Bolivariana de)	C	B-	
América Central y México			
Belice	Caa3	B-	
Costa Rica	B2	B	B
El Salvador	Caa3	B-	CCC
Guatemala	Ba1	BB-	BB-
Honduras	B1	BB-	
México	Baa1	BBB	BBB-
Nicaragua	B3		B-
Panamá	Baa2	BBB	BBB-
El Caribe			
Bahamas	Ba3	B+	
Barbados	Caa1	B-	
Granada		NR	
Jamaica	B2	B+	B+
República Dominicana	Ba3	BB-	BB-
San Vicente y las Granadinas	B3		
Trinidad y Tabago	Ba2	BBB-	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de Moody's, S&P y Fitch.

Además, el Artículo IV del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional establece consultas regulares y completas con los países miembros para examinar y supervisar la política económica nacional. De esta forma, el Fondo Monetario Internacional publica un documento en el cual se analizan las medidas implementadas en cada país y se realiza un análisis de la sostenibilidad de la deuda (Debt Sustainability Analysis (DSA), por sus siglas en inglés). El cuadro 2 presenta las principales conclusiones de la publicación más actualizada del Artículo IV para cada país de la región.

Cuadro 2
América Latina y el Caribe: Debt Sustainability Analysis (DSA) presentado en el Artículo 4 del Fondo Monetario Internacional (FMI)

	Fecha	Año base	Último año de proyección	Conclusión
América del sur				
Argentina	Marzo, 2022	2021	2027	Sostenible pero no con una alta probabilidad
Bolivia (Estado Plurinacional de)	Agosto, 2021	2019	2025	Sostenible, pero existe un elevado nivel de riesgo
Brasil	Setiembre, 2021	2020	2026	Riesgos moderados sobre la sostenibilidad de la deuda
Chile	Abril, 2021	2020	2026	Sostenible con una alta probabilidad
Colombia	Abril, 2022	2021	2027	Se espera que en el mediano plazo se mantenga en una trayectoria sostenible
Ecuador	Octubre, 2021	2020	2030	Sostenible con una alta probabilidad
Guyana	Setiembre, 2019	2018	2039	Riesgos moderados sobre la sostenibilidad de la deuda
Paraguay ^a	Marzo, 2021	2019	2025	La trayectoria es robusta ante choques negativos
Perú	Marzo, 2021	2019	2025	Se espera que se mantenga en una trayectoria sostenible
Suriname	Diciembre, 2019	2018	2024	Existen serias debilidades en el perfil de la deuda y se espera una trayectoria creciente
Uruguay	Enero, 2022	2020	2026	Se espera una trayectoria creciente, aunque características de su deuda podrían mitigar riesgos de corto plazo
México y América Central				
Belice	Mayo, 2022	2021	2032	Insostenible y se requieren medidas estructurales de consolidación fiscal y crecimiento para recuperar la trayectoria sostenible
Costa Rica	Marzo, 2021	2018	2026	Sostenible, pero existe serias vulnerabilidades y altos riesgos en el corto plazo
El Salvador	Enero, 2022	2020	2026	Insostenible y se requieren medidas estructurales de consolidación fiscal y crecimiento para recuperar la trayectoria sostenible
Guatemala	Junio, 2021	2021	2027	Se espera que se mantenga en una trayectoria sostenible y es resiliente a choques en el corto plazo
Honduras	Julio, 2019	2018	2039	Bajo riesgo de sobreendeudamiento o trayectoria insostenible
México	Noviembre, 2021	2020	2026	Se espera que se reduzca el nivel de deuda pública y sea sostenible en el mediano plazo
Nicaragua ^a	Enero, 2020	2018	2039	Riesgos moderados sobre la sostenibilidad de la deuda y limitado espacio para contrarrestar choques negativos
Panamá	Julio, 2021	2020	2026	Se espera una reducción sostenida del nivel de deuda pública
El Caribe				
Antigua y Barbuda	Julio, 2015	2013	2019	Trayectoria vulnerable frente a choques externos e internos
Bahamas	Enero, 2021	2019	2025	Se espera que la deuda pública se reduzca en el mediano plazo, en línea con la reactivación económica
Barbados	Diciembre, 2021	2020	2026	Sostenible, pero existe un elevado nivel de riesgo
Dominica	Enero, 2022	2020	2041	Sostenible, pero existe un elevado nivel de riesgo
Granada	Mayo, 2022	2021	2042	Sostenible, pero existe un alto nivel de sobreendeudamiento externo
Haití	Abril, 2020	2019	2040	Sostenible, pero existe un alto nivel de sobreendeudamiento externo

	Fecha	Año base	Último año de proyección	Conclusión
Jamaica	Febrero, 2022	2019	2026	Se espera que la deuda pública se reduzca en el corto plazo y se mantenga sostenible, aunque la trayectoria es sensible a choques negativos
República Dominicana	Julio, 2021	2020	2026	Sostenible, pero existe un elevado nivel de riesgo
Saint Kitts y Nevis	Octubre, 2021	2020	2026	Sostenible, pero existe un elevado nivel de riesgo
San Vicente y las Granadinas	Febrero, 2019	2017	2038	Sostenible, pero existe un alto nivel de sobreendeudamiento externo
Santa Lucía	Febrero, 2020	2018	2024	Trayectoria creciente en el corto plazo y no se estabiliza en el mediano plazo
Trinidad y Tabago	Marzo, 2022	2021	2027	Se espera una trayectoria creciente en el corto plazo y una reducción gradual hacia el mediano plazo

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

^a En el caso de Nicaragua y Paraguay se realizó solo un análisis de la deuda externa.

En América del Sur, el Fondo Monetario Internacional (FMI), previo a la crisis sanitaria del COVID-19, sostuvo que el perfil de la deuda pública en Suriname presentaba serias debilidades y se esperaba una tendencia creciente en el corto plazo. El inadecuado manejo de la deuda pública se hizo aún más evidente con la crisis y, actualmente, se encuentra en negociaciones con el FMI. Otros países con un mayor nivel de deuda esperado o un perfil más riesgoso son Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil y Uruguay.

En América Central y México, Belice y El Salvador presentan una trayectoria de la deuda pública insostenible. El Fondo Monetario Internacional (FMI) sostiene que se necesitan adoptar urgentemente medidas estructurales en dichos países que permitan la consolidación fiscal y la reducción de los niveles de deuda. Cabe destacar que estas proyecciones sí incluyen el efecto de la crisis, a diferencia de Suriname. Por el contrario, Guatemala, Honduras y México muestran bajos niveles de riesgo: se espera una reducción de la deuda en el corto plazo y una mayor resiliencia ante choques negativos. En el Caribe, la mayoría de los países presenta una trayectoria sostenible, aunque el FMI recalca que existen altos niveles de sobreendeudamiento externo, lo cual implica una mayor sensibilidad frente a choques externos.

III. Marco de análisis de sostenibilidad de la deuda pública en América Latina y el Caribe

A. Metodología

La condición de solvencia se cumple si el valor presente del gasto público es menor al valor presente de los ingresos públicos menos el nivel inicial de deuda. Sobre la base de esta condición, una deuda pública se define como sostenible cuando el resultado primario necesario para estabilizar la relación de deuda sobre PIB es económicamente y políticamente alcanzable. Este nivel de deuda debe ser consistente con un bajo riesgo de refinanciación; es decir, el gobierno puede cumplir con todas las obligaciones de pago actuales y futuras sin asistencia excepcional o sin caer en incumplimiento. A continuación, se detallan las ecuaciones para el análisis de sostenibilidad, el cual se basa en los trabajos de Blanchard, Chouraqui, Hagemann y Sartor (1990), Goldfajn (2002), Rivas Valdivia (2020) y FMI (2021b).

La deuda pública se puede definir como el nivel de la deuda pública en el periodo anterior menos el resultado primario fiscal (ingresos públicos menos gastos públicos) sumado el pago por intereses (véase la ecuación (1)). Dado que la sostenibilidad se analiza como porcentaje del PIB, es necesario dividir la ecuación (1) entre el PIB nominal del periodo correspondiente (véase la ecuación (2)), el cual también se puede expresar como una función de la tasa de crecimiento y el nivel del PIB en el periodo anterior (véase la ecuación (3)). Además, para incluir el efecto precio, se expresan las tasas en términos reales (véase la ecuación (4)) y se supone que la inflación esperada es igual a la inflación actual. Así, bajo el supuesto que la tasa de interés real y la tasa de crecimiento real del PIB se mantienen constantes durante el periodo de análisis, la dinámica de la deuda pública como porcentaje del PIB se expresa en la ecuación (5). Finalmente, para incorporar el efecto del tipo de cambio, se distingue la deuda pública en moneda local y aquella emitida en moneda extranjera. Con ello, la dinámica de la deuda pública se calcula bajo la ecuación (6).

$$D_t = D_{t-1} - ING_t + G_t + INT_t \quad D_t = D_{t-1} * (1 + i_{t-1,t}) - RP_t \quad (1)$$

$$\frac{D_t}{PIB_t} = \frac{D_{t-1} * (1 + i_{t-1,t})}{PIB_t} - \frac{RP_t}{PIB_t} \quad (2)$$

$$\frac{D_t}{PIB_t} = \frac{D_{t-1} * (1 + i_{t-1,t})}{PIB_{t-1} * (1 + g_{t-1,t})} - \frac{RP_t}{PIB_t} \quad (3)$$

$$d_t = d_{t-1} * \frac{(1 + r_{t-1,t}) * (1 + \pi_{t-1,t}^e)}{(1 + g_{t-1,t}) * (1 + \pi_{t-1,t})} - rp_t \quad (4)$$

$$d_t = d_{t-1} * \frac{(1 + r)}{(1 + g)} - rp_t \quad (5)$$

$$d_t = d_{t-1}^{mn} * \frac{(1 + r)}{(1 + g)} + d_{t-1}^{me} * \frac{(1 + i_t^{me}) * (1 + \varepsilon_{t-1,t})}{(1 + g) * (1 + \pi_{t-1,t})} - rp_t \quad (6)$$

donde:

D_t es el nivel de deuda pública total en el periodo t.

d_t es la deuda pública total como porcentaje del PIB en el periodo t, d_{t-1}^{mn} es la relación de la deuda pública en moneda nacional sobre el PIB en el periodo t-1, y d_{t-1}^{me} es la relación de deuda pública en moneda extranjera en el periodo t-1.

RP_t es el nivel de resultado fiscal primario en el período t, que se define como los ingresos menos los gastos públicos totales ($ING_t - G_t$), mientras que el rp_t es el resultado fiscal primario como porcentaje del PIB.

i es la tasa de interés nominal sobre la deuda pública y ime es la tasa de interés nominal sobre la deuda en moneda extranjera.

r es la tasa de interés real sobre la deuda pública.

g es la tasa de crecimiento económico real del PIB.

π es la inflación actual y π^e es la inflación esperada.

Las ecuaciones (5) y (6) permiten estimar la tendencia de la deuda pública sobre el PIB ante choques internos y externos como una caída del crecimiento económico, un aumento de las tasas de interés o una depreciación de la moneda local. Además, es posible calcular el resultado fiscal primario para mantener estable la trayectoria de la deuda pública frente a choques negativos. Por ejemplo, si se mantiene constante el resultado fiscal primario y la tasa de interés real es mayor al crecimiento de la economía, la relación de la deuda pública sobre el PIB presentará una tendencia creciente y explosiva. En este contexto, será necesario aumentar el superávit fiscal o reducir el déficit fiscal para mantener o alcanzar una tendencia estable. En caso se requiera un ajuste fiscal que podría resultar económicamente y políticamente inviable, existirían señales para determinar que el nivel de deuda pública es insostenible.

La muestra de países para el análisis de sostenibilidad de la deuda pública se obtuvo a partir de dos criterios: i) importancia económica en cada subregión de América Latina y el Caribe, y ii) nivel de riesgo según las calificaciones crediticias y el Artículo 4 del Fondo Monetario Internacional. La información sobre el nivel de la deuda pública y el resultado fiscal primario se obtuvo de la base de datos del Fondo Monetario Internacional. El cuadro 3 detalla la muestra de países seleccionados y su nivel de gobierno, el cual varía según las características de cada economía y de la información disponible en la base del Fondo Monetario Internacional. Por ejemplo, en el caso de Brasil, los datos corresponden al

sector público no financiero, mientras que la información para las Bahamas alcanza al gobierno central. Por su parte, el resto de las variables como la tasa de crecimiento real, el nivel de inflación y la tasa de interés real se construyeron con la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Cuadro 3
América Latina y el Caribe: análisis de la sostenibilidad de la deuda pública según subregión y países seleccionados

País	Nivel de gobierno
América del Sur	
Brasil	Sector público no financiero
Colombia	Gobierno consolidado
Uruguay	Sector público no financiero
América Central y México	
Belize	Gobierno central
El Salvador	Sector público no financiero
México	Gobierno general
El Caribe	
Bahamas	Gobierno central
Jamaica	Gobierno central
República Dominicana	Gobierno consolidado

Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Nota: Cobertura de gobierno consolidado incluye gobierno central, regional y/o local, seguridad social y empresas públicas para Colombia y República Dominicana.

B. Escenarios planteados y resultados

El análisis de sostenibilidad de la deuda pública comprende a un escenario base y cinco escenarios con distintos choques internos y externos sobre la dinámica de dicha deuda. El escenario base utiliza las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y fuentes oficiales de cada país sobre el crecimiento del producto real, tasa de interés real y resultado fiscal primario para el periodo 2022 y 2027. El primer escenario supone un crecimiento del producto real, tasa de interés real y resultado fiscal primario constantes igual a los promedios registrados durante el periodo 2015-2019. El segundo escenario estima un choque positivo en la tasa de crecimiento económico real. Así, se supone que la tasa de crecimiento real del PIB es de 1 punto porcentual mayor al promedio 2015-2019. Además, supone una mejora del resultado fiscal primario igual a 0,3 puntos porcentuales por año; es decir, en caso de que el país registre un déficit primario, este déficit se reduciría 0,3 puntos porcentuales cada año, y en caso presente un superávit primario, este se incrementaría 0,3 puntos porcentuales por año. El tercer escenario supone un choque negativo en el crecimiento económico. Entonces la variación real será igual a 1 punto porcentual menor al promedio 2015-2019 y, además, una mejora más lenta del resultado fiscal primario igual a 0,15 puntos porcentuales por año. El cuarto escenario supone un choque negativo sobre la tasa de interés real equivalente a un incremento de 1 punto porcentual en la tasa promedio 2015-2019, y una tasa de crecimiento real del PIB y un resultado fiscal primario constante igual al promedio en dicho periodo. Finalmente, el quinto escenario mantiene el resultado primario constante, pero supone una mayor tasa de interés real (incremento de 1 punto porcentual) y una caída de la tasa de crecimiento real (1 punto porcentual menor al promedio 2015-2019). El anexo 1 detalla los supuestos para cada país en cada uno de los escenarios descritos.

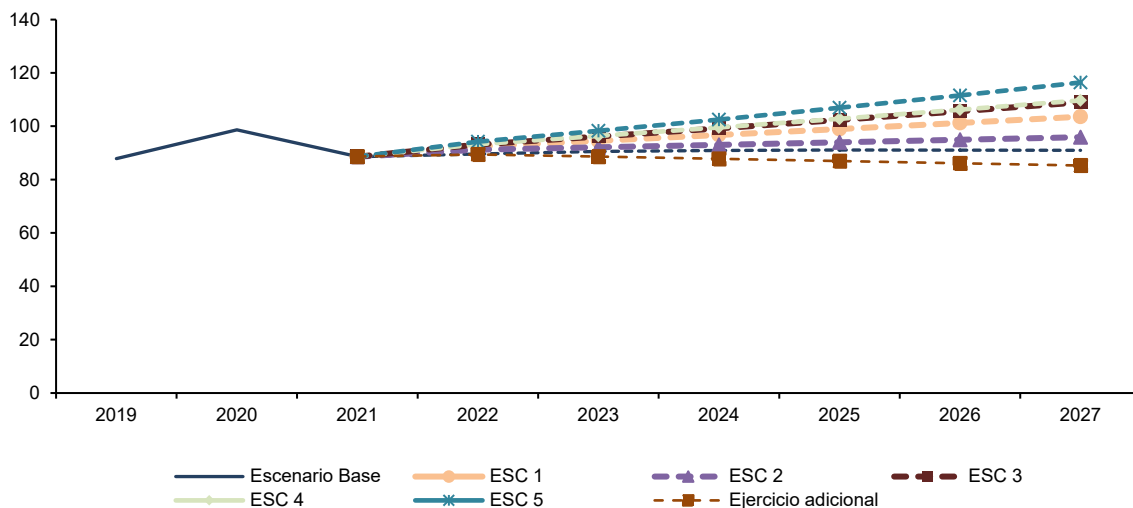
En línea con la metodología de Rivas Valdivia (2020), no se considera la contratación de nueva deuda para paliar los efectos negativos, ni posibles pagos anticipados de deuda o renegociaciones de la deuda ante acreedores. Cabe destacar que los escenarios analizados son de largo plazo, especialmente el choque positivo sobre el crecimiento y las trayectorias para el resultado primario. En cuanto al impacto de un incremento en la tasa de interés real, aunque dicho choque puede ser considerado transitorio, resulta razonable esperar para el mediano plazo tasas de interés mayores al promedio previo a la crisis sanitaria del COVID-19 debido al contexto macroeconómico analizado en la sección II.B.

1. Dinámica de la deuda pública en el caso de Brasil

La deuda pública en Brasil, principal economía de América del Sur, se incrementó fuertemente en el 2020. Sin embargo, la recuperación económica en el 2021 (con un crecimiento de 10,0%), la reducción del déficit fiscal primario (de 9,1% en el 2020 a un superávit de 1,7% en el 2021) y la menor tasa de interés real ante la mayor inflación en el 2021 explican la caída del nivel de la deuda pública en el 2021 hasta aproximadamente 88,6%. Como señala el Fondo Monetario Internacional, la trayectoria en Brasil es altamente sensible a choques en dichas variables, lo cual se demuestra en los resultados de los escenarios estimados. En el primer escenario, se observa una tendencia creciente y el nivel de la deuda alcanzaría el 103,6% del PIB hacia el 2027. Ello debido, principalmente, al lento crecimiento promedio en 2015-2019. El tercer y cuarto escenario muestran resultados similares: ante un choque negativo en la tasa de interés real o una caída de la tasa de crecimiento del PIB entre 2022 y 2027, la deuda se aceleraría hasta alcanzar aproximadamente 109,4% del PIB en el último año. Como era de esperarse, la deuda alcanza su máximo nivel (116,4% del PIB) en el escenario más pesimista, en el cual, un crecimiento económico negativo y mayores tasas de interés implicarían un aumento de 17,7 puntos porcentuales del PIB entre 2020 y 2027 en el nivel de la deuda pública.

Los resultados para el segundo escenario demuestran que el principal reto para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública en Brasil es asegurar un mayor crecimiento económico. Bajo el supuesto de un crecimiento promedio de 1,2% entre 2022 y 2027 (segundo escenario), el nivel de la deuda pública aún se mantiene por encima de los niveles registrados previos a la crisis sanitaria del COVID-19. Por el contrario, si se supone un crecimiento promedio de 3,2%, similar a los niveles registrados durante 2005 y 2009, la deuda pública se reduciría hasta 85,3% del PIB, nivel cercano al 2018.

Gráfico 14
Brasil: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027
(En porcentajes del PIB)



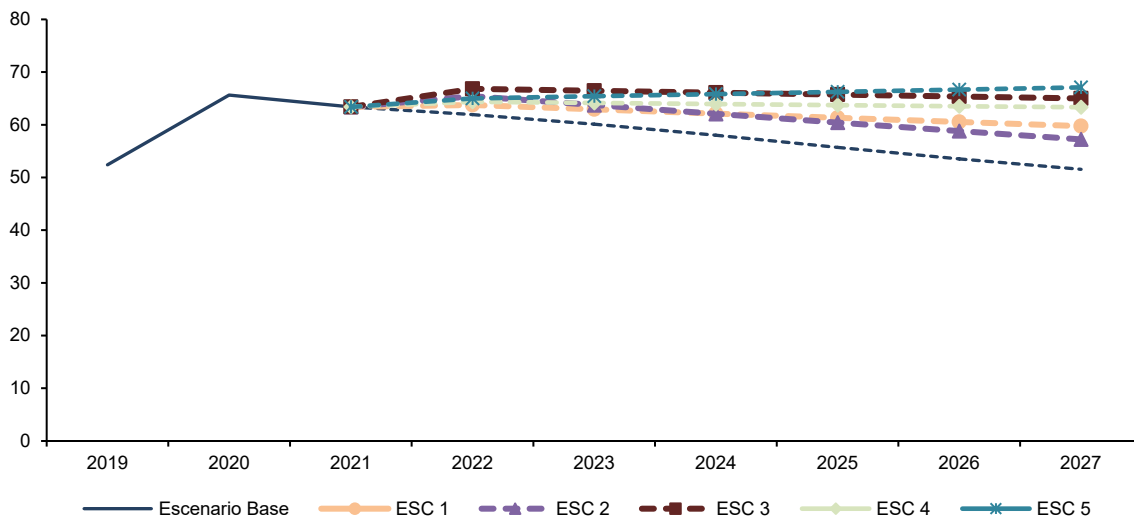
Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

2. Dinámica de la deuda pública en el caso de Colombia

Luego de un incremento de 13,3 puntos porcentuales del PIB en el nivel de la deuda pública entre 2019 y 2020, se espera una trayectoria negativa pero sostenible hacia el 2027. En el escenario base, el nivel de la deuda pública caería hasta 51,6% del PIB en el 2027 debido, principalmente, a la consolidación del resultado fiscal primario (se supone un superávit primario promedio de 1,8% del PIB en 2023-2027). En el primer escenario, incluso manteniendo un déficit fiscal primario, se proyecta que el nivel de deuda caería a niveles menores a los registrados en el 2020. Asimismo, en el segundo escenario, una aceleración del crecimiento promedio permitiría reducir el nivel de la deuda pública hasta 57,2% del PIB en el 2027, ello incluso si se supone una trayectoria conservadora en el déficit fiscal primario de aproximadamente 2,8% del PIB entre 2022 y 2027, lo cual resulta casi 2 puntos porcentuales del PIB mayor al promedio previo a la crisis sanitaria del COVID-19.

Las proyecciones de los escenarios negativos también muestran una trayectoria estable, lo cual es consistente con una alta capacidad de pago de la deuda pública en el largo plazo. Una desaceleración económica (escenario tres) podría implicar que el nivel de la deuda pública se mantenga en 65,0% del PIB hacia el 2027, mientras que mayores tasas de interés real (escenario cuatro) llevarían el nivel de la deuda pública hasta 63,3% del PIB en dicho año. Por su parte, en el quinto escenario la combinación de ambos choques aumentaría la deuda pública hasta 67,1% al final del periodo de análisis. No obstante, pese a que no se observa un incremento significativo en la trayectoria de la deuda pública, mantener el nivel registrado en el 2020 podría implicar mayores riesgos a la sostenibilidad de la deuda luego del periodo de análisis.

Gráfico 15
Colombia: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

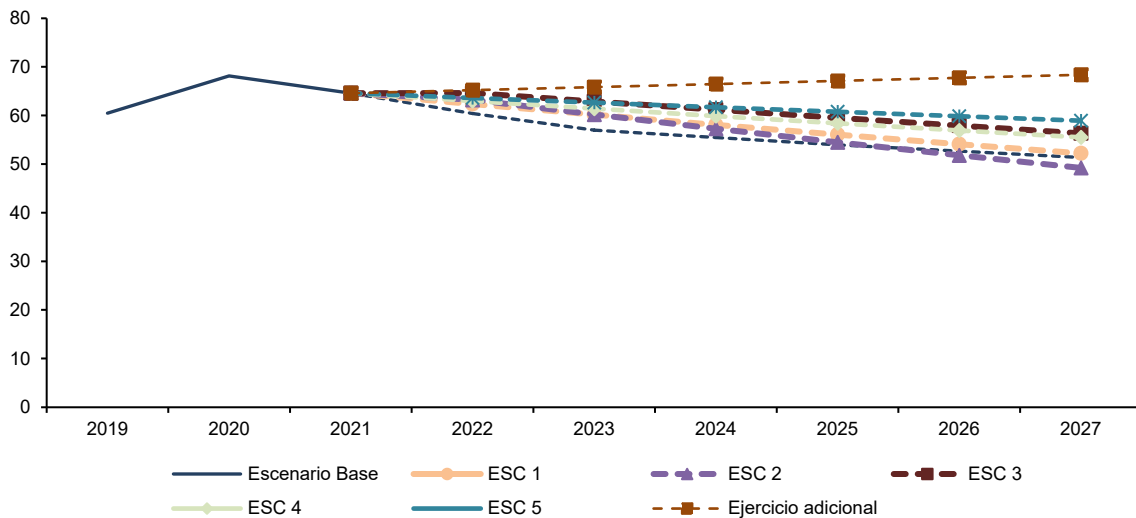
3. Dinámica de la deuda pública en el caso de Uruguay

Para el caso de Uruguay, el escenario base y los cinco escenarios muestran una reducción gradual del nivel de la deuda pública hacia el 2027 debido, principalmente, a la recuperación del crecimiento de la economía en el 2021 y 2022 y la tasa de interés real negativa. De mantenerse estos supuestos, el nivel de deuda pública hacia el final del periodo de análisis en el escenario base (51,4% del PIB en el 2027) y

en el primer y segundo escenarios (52,2% del PIB y 49,2% del PIB, respectivamente) sería el menor desde el 2014. Por su parte, se proyecta una reducción más lenta en los escenarios con choques negativos. Así, la deuda pública en el tercer escenario ascendería a 56,3% del PIB en el 2027, 55,5% del PIB en el cuarto escenario y 58,9% del PIB en el quinto escenario.

Según el Fondo Monetario Internacional, la tasa de interés real efectiva entre 2010 y 2018 fue de 4,5%, mientras que la inflación promedio en dicho periodo ascendió a 7,6%. Con ello, la tasa de interés real sería de aproximadamente -2,9%, lo cual contribuye negativamente a la trayectoria de la deuda pública. Ante las mayores tasas de interés esperadas en el mediano plazo, se realiza un ejercicio adicional asumiendo una tasa de interés real promedio de 2,0% para el 2022-2027. Bajo este supuesto, la trayectoria de la deuda pública en Uruguay sería creciente y superaría el nivel registrado en el 2020.

Gráfico 16
Uruguay: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027
(En porcentajes del PIB)



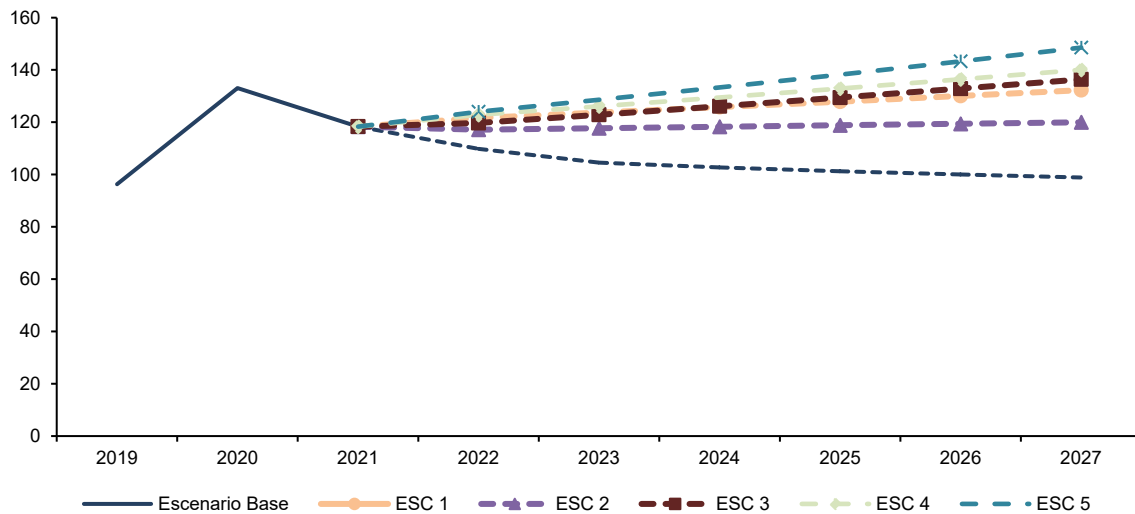
Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

4. Dinámica de la deuda pública en el caso de Belice

Entre el 2020 y 2021, la deuda pública en Belice se redujo casi 15 puntos porcentuales del PIB (de 133,1 del PIB en el 2020 a 118,3 en el 2021) debido a una fuerte recuperación económica (variación real de 9,8%) y un superávit fiscal primario de 1,7% del PIB, el más alto desde el 2011. Sin embargo, el FMI (2022c) sostiene que la trayectoria de la deuda pública es insostenible y se requieren reformas estructurales que aseguren un mayor crecimiento y una consolidación fiscal en el largo plazo. En el escenario base, el nivel de la deuda pública se reduce hasta un 98,9% del PIB hacia el 2027 bajo el supuesto de acumular superávits fiscales primarios desde el 2023 y una tasa de crecimiento real del PIB promedio de aproximadamente 2,3%. En el primer escenario, con un menor crecimiento del PIB, mayor tasa de interés real y un déficit fiscal primario, la deuda pública alcanzaría el 132,3% del PIB hacia el 2027. Para el tercer escenario, se observa un nivel similar de 136,4% en dicho año, mientras que en el cuarto y quinto escenario la deuda pública hacia el 2027 ascendería a 140,1% del PIB y

148,5% del PIB, respectivamente. Por su parte, en el segundo escenario y pese al choque positivo en la tasa de crecimiento del PIB, el nivel de deuda aún se mantiene por encima de los niveles previos a la crisis del COVID-19.

Gráfico 17
Belice: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027
(En porcentajes del PIB)

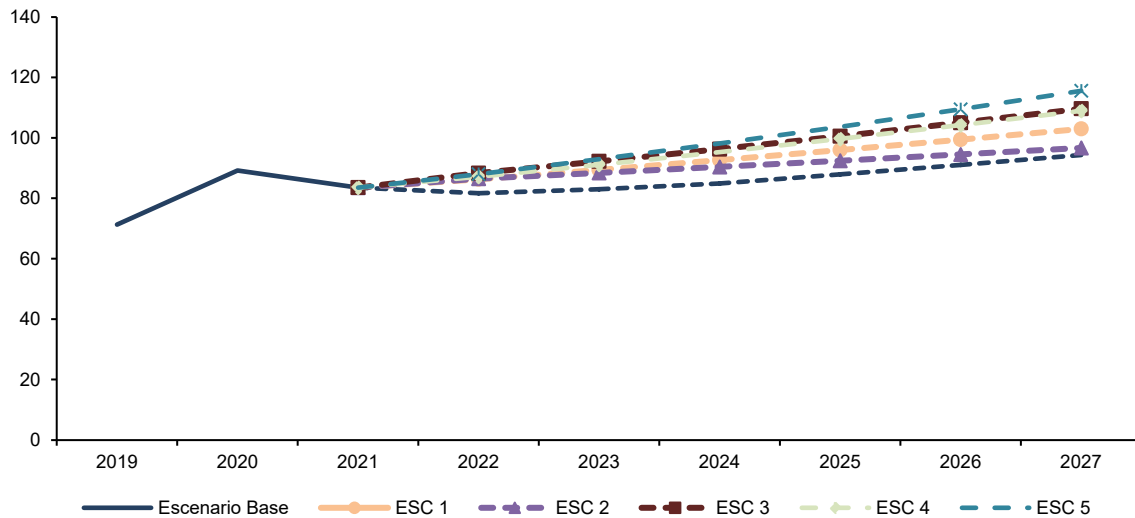


Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

5. Dinámica de la deuda pública en el caso de El Salvador

Para el caso de El Salvador, todos los escenarios muestran una tendencia creciente en el nivel de deuda pública debido, principalmente, a la mayor tasa de interés real, lo cual evidencia una trayectoria insostenible. Al respecto, el FMI (2022d) señala que existen mayores presiones para financiar el presupuesto debido al incremento de los márgenes de riesgo de los bonos soberanos y la adquisición de deuda a una tasa mayor con el Banco Centroamericano de Integración Económica. En el escenario base, la deuda pública se incrementaría hasta 94,4% del PIB en el 2027 que representa un aumento de 5,2 puntos porcentuales del PIB respecto al nivel registrado en el 2020. En el primer escenario, la relación de la deuda sobre PIB ascendería a un 103,0% hacia el fin del periodo de análisis dada la tasa de interés real de 6,1%, equivalente al promedio registrado en 2015-2019. Por su parte, el choque positivo en el crecimiento (segundo escenario) implicaría que la deuda pública alcance un 96,7% del PIB en el 2027. El tercer y cuarto escenarios muestran resultados de un 109,3% del PIB y un 109% del PIB respectivamente, mientras que un choque negativo en la tasa de interés y en la tasa de crecimiento del PIB (quinto escenario) llevarían la relación de la deuda pública a un nivel de un 115,6% del PIB.

Gráfico 18
El Salvador: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027
 (En porcentaje del PIB)

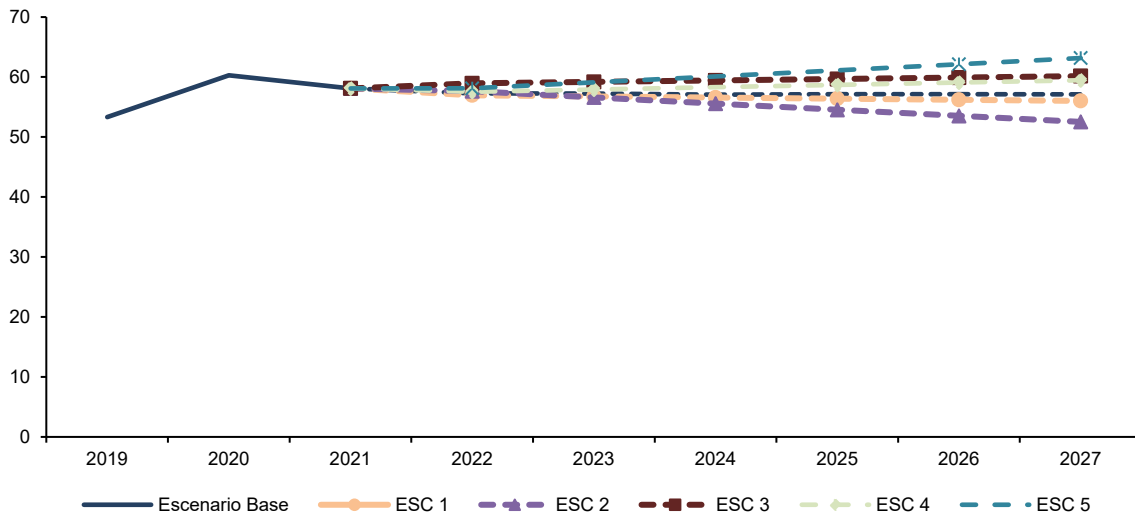


Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

6. Dinámica de la deuda pública en el caso de México

Los escenarios estimados para México muestran una trayectoria de la deuda pública relativamente estable. Luego de un incremento de 7 puntos porcentuales del PIB en la relación de deuda sobre el PIB debido a la crisis del COVID-19, el primer escenario y el escenario base muestran que dicha relación se estabilizaría alrededor de un 56,0% del PIB y un 57,1 hacia el 2027, respectivamente. Ello se explicaría por un crecimiento de la economía moderado de aproximadamente 2,0% y la consolidación de las cuentas fiscales (superávit fiscal primario de aproximadamente 0,7% entre 2023 y 2027). En el segundo escenario, ante un choque positivo en la tasa de crecimiento, se esperaría que la deuda pública se reduzca hasta 52,5% del PIB en el 2027. Por su parte, el tercer y cuarto escenario implicarían que la deuda aumente ligeramente hasta aproximadamente un 60,1% del PIB y un 59,5% del PIB respectivamente, lo cual es similar al nivel de deuda pública en el 2020. En el quinto escenario, un choque negativo en la tasa de crecimiento del producto y una mayor tasa de interés real llevarían la relación de la deuda pública sobre PIB a un 63,2% del PIB hacia el 2027. Estos resultados sumados a las adecuadas características de la deuda pública en México, como el mayor plazo de vencimiento y una mayor proporción de deuda en moneda local, asegurarían la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo.

Gráfico 19
México: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027
(En porcentajes del PIB)

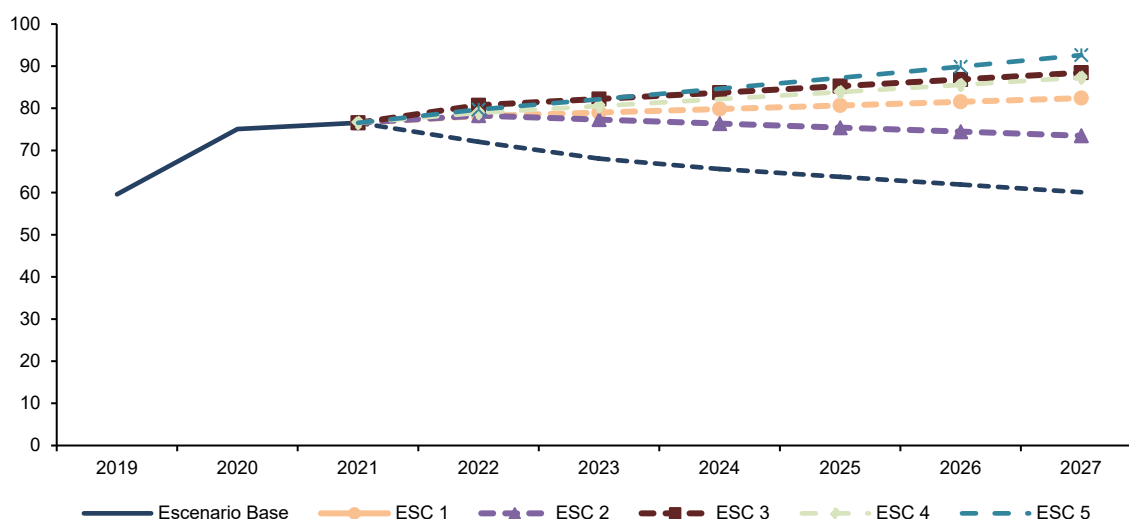


Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

7. Dinámica de la deuda pública en el caso de las Bahamas

En el caso de Bahamas, la crisis sanitaria del COVID-19 y el huracán Dorian explican el incremento del nivel de la deuda pública entre 2019 y 2021. Entre dichos años, la relación de la deuda pública sobre el PIB aumentó aproximadamente 17,0 puntos porcentuales del PIB. En el escenario base, se espera una trayectoria decreciente debido al mayor dinamismo económico ante la recuperación del turismo (8,0% en el 2022 y 4,1% en el 2023) y una reducción del déficit fiscal primario. Así, la deuda pública se reduciría a 60,1% del PIB hacia el 2027, nivel similar al registrado en el 2018. Sin embargo, en el primer escenario, si se supone una tasa de crecimiento del producto igual al promedio 2015-2019, la deuda pública aumentaría hasta 82,4% del PIB. En el segundo escenario, con un choque positivo del crecimiento, se espera que dicho nivel ascienda a 73,5% del PIB, nivel aún por encima del periodo previo al 2020. El tercer y cuarto escenarios muestran resultados similares y, en promedio, la deuda aumentaría hasta 87,9% del PIB hacia el 2027. En el quinto escenario, la tendencia creciente es aún más pronunciada y alcanzaría un nivel de 92,6% del PIB hacia el final del periodo de análisis. Uno de los principales determinantes para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública en las Bahamas y alcanzar una trayectoria como en el escenario base es la acumulación de superávits fiscales primarios. Al respecto, una reducción de los gastos tributarios y una reforma a los impuestos sobre el patrimonio permitirían una mayor recaudación tributaria y asegurar mejores resultados fiscales (FMI, 2021c).

Gráfico 20
Bahamas: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027
(En porcentajes del PIB)

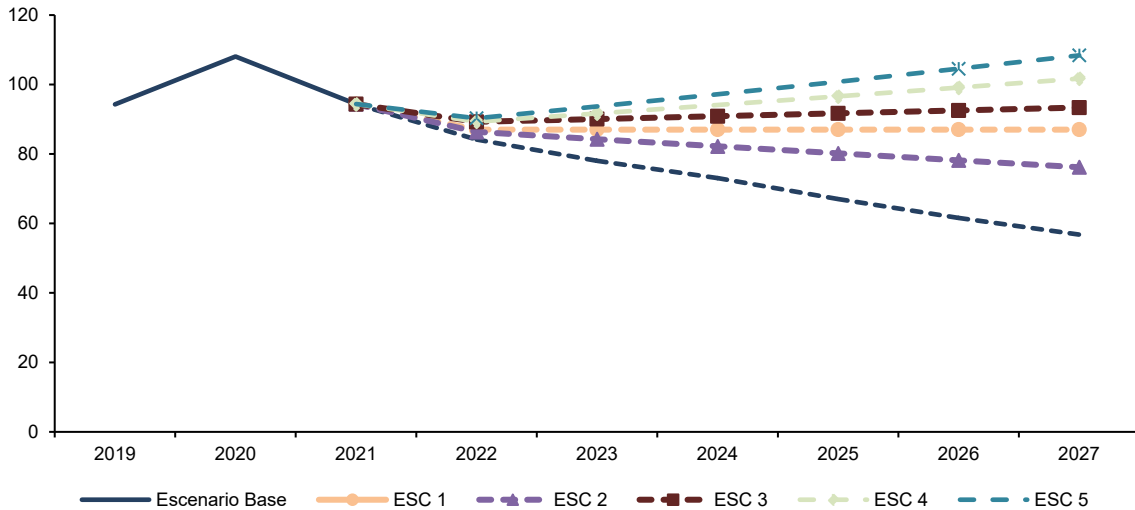


Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

8. Dinámica de la deuda pública en el caso de Jamaica

En el 2021, el nivel de deuda pública en Jamaica se redujo fuertemente y alcanzó un nivel similar al promedio 2018 y 2019. Para los siguientes años, salvo en los últimos dos escenarios, se espera una trayectoria sostenible de dicha deuda debido a la recuperación del crecimiento económico y la acumulación de superávits fiscales ante el continuo cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal adoptada en 2010. Así, en el escenario base, la deuda pública se reduciría hasta 56,8% del PIB hacia el 2027. Por su parte, la deuda pública disminuiría hasta un 87,0% del PIB en el primer escenario, un 76,2% del PIB en el segundo y hasta un 93,4% del PIB en el tercer escenario. En el cuarto escenario, un incremento de la tasa de interés real implicaría que, hacia el 2027, la relación de deuda sobre PIB ascienda a 101,7%, el cual sería un nivel similar al registrado en el 2017. En tanto que, en el quinto escenario, la deuda se incrementaría a 108,4% del PIB en el 2027. Estos resultados muestran que, pese a los altos superávits fiscales, una caída del crecimiento económico y un aumento de la tasa de interés real tendrían fuertes implicancias negativas sobre la sostenibilidad de la deuda pública en Jamaica.

Gráfico 21
Jamaica: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027
(En porcentajes del PIB)

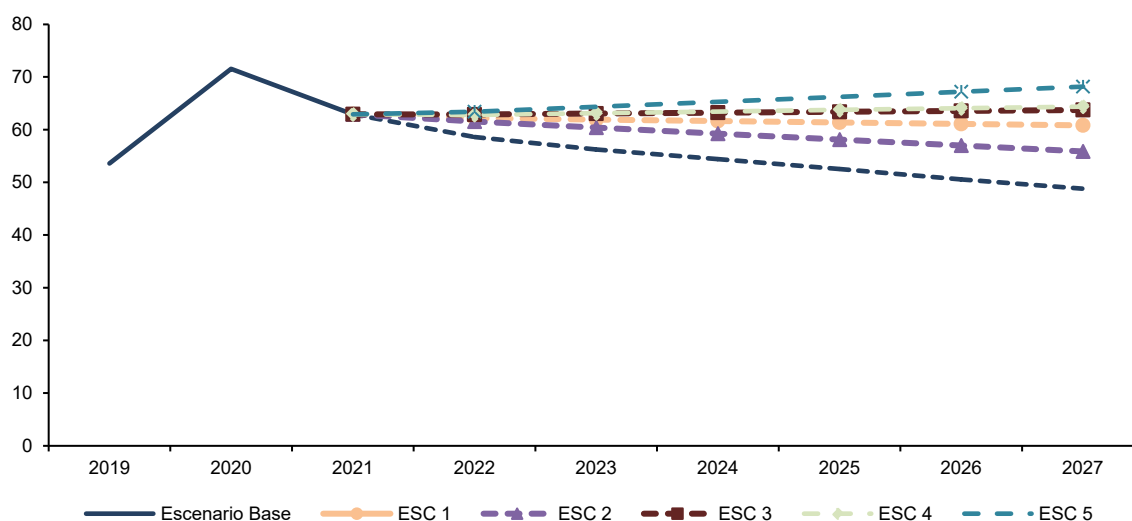


Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

9. Dinámica de la deuda pública en el caso de la República Dominicana

Luego de un significativo incremento del nivel de deuda pública en el 2020, se espera una reducción gradual o una trayectoria estable para el caso de República Dominicana debido, principalmente, al mayor dinamismo económico. Así, la deuda pública mantendría una tendencia sostenible, aunque un mayor y más prolongado choque negativo sobre el crecimiento podría implicar una tendencia creciente más pronunciada en el largo plazo. En el escenario base, la deuda pública se reduciría hasta 48,8% del PIB hacia el 2027, nivel similar al registrado en el 2017, dado el fuerte crecimiento de la economía de aproximadamente 5,0% y la acumulación de superávits fiscales. En el primer escenario, el nivel ascendería a 60,8% del PIB debido a que se supone una mayor tasa de interés real. El promedio de dicha tasa en 2015-2019 es de 5,4%, mientras que en el escenario base se supone una tasa de aproximadamente 3,4% desde el 2023. En el segundo escenario, una aceleración del crecimiento a un promedio anual de 6,8% reduciría la deuda hasta 55,9% del PIB hacia el 2027. Finalmente, en los últimos tres escenarios, los cuales suponen choques negativos a las variables del modelo, la deuda pública se mantendría estable alrededor de un 63,7% del PIB, 64,4% del PIB y 68,2% del PIB respectivamente, niveles por debajo de lo registrado en el 2020.

Gráfico 22
República Dominicana: trayectoria de la deuda pública según escenarios, 2019-2027
 (En porcentajes del PIB)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

10. Resumen de los resultados para países seleccionados

El cuadro 4 resume la trayectoria estimada de la deuda pública entre 2022 y 2027 para la muestra de países seleccionados de América Latina y el Caribe. En América del Sur, en el caso de Brasil se muestran altos niveles de riesgos y se requerirá un mayor impulso de la actividad económica para poder reducir la trayectoria de los niveles de deuda pública actual. Por el contrario, Colombia y Uruguay muestran una trayectoria sostenible y decreciente en la mayoría de los escenarios estimados. En América Central, la mayoría de los escenarios muestran una tendencia insostenible en Belice y El Salvador, con lo cual sería necesario mejores resultados primarios en un contexto de altas tasas de interés. Por su parte, en México, se espera una tendencia relativamente estable o de riesgo bajo. Finalmente, los resultados son también variables en la muestra de países del Caribe. En los escenarios de bajo crecimiento y altas tasas de interés, Bahamas y Jamaica muestran una tendencia de alto riesgo. Sin embargo, en escenarios menos pesimistas, ambos países muestran una trayectoria estable o decreciente, mientras que, en el caso de República Dominicana, los escenarios estimados muestran una tendencia sostenible.

Cuadro 4
Resumen de la trayectoria estimada de la deuda del sector público entre 2022 y 2027 según país y escenarios

	Base	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3	Escenario 4	Escenario 5
Brasil	Estable	Alto riesgo	Riesgo bajo	Alto riesgo	Alto riesgo	Insostenible
Colombia	Decreciente	Decreciente	Decreciente	Estable	Estable	Estable
Uruguay	Decreciente	Decreciente	Decreciente	Decreciente	Decreciente	Decreciente
Belice	Decreciente	Insostenible	Riesgo bajo	Insostenible	Insostenible	Insostenible
El Salvador	Alto riesgo	Alto riesgo	Alto riesgo	Insostenible	Insostenible	Insostenible
México	Estable	Estable	Decreciente	Estable	Estable	Riesgo bajo
Bahamas	Decreciente	Riesgo bajo	Decreciente	Alto riesgo	Alto riesgo	Alto riesgo
Jamaica	Decreciente	Estable	Decreciente	Estable	Alto riesgo	Alto riesgo
República Dominicana	Decreciente	Estable	Decreciente	Estable	Estable	Riesgo bajo

Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

IV. Recomendaciones de política

A. La larga historia de mecanismos para reestructurar las deudas soberanas²

La necesidad de apoyar a países con excesivo endeudamiento ha sido reconocida en varios momentos de la historia. Aunque los préstamos oficiales de emergencia pueden jugar un papel adicional durante las crisis, pueden acentuar el sobreendeudamiento y generar problemas de riesgo moral (*moral hazard*), dada la frecuencia con que los recursos oficiales se usan para rescatar al sector privado. Por su parte, la ausencia de mecanismos eficaces de reestructuración de deudas obliga a los países a adoptar políticas excesivamente contraccionistas durante las crisis, que también agudizan los problemas de sobreendeudamiento, dado que la tendencia de los coeficientes de endeudamiento está íntimamente ligada al crecimiento económico.

Sin embargo, no existe un marco institucional adecuado para administrar estos problemas a nivel internacional. El único mecanismo regular para ello es el Club de París, pero es de uso exclusivo de acreedores oficiales. En el caso de los acreedores privados, el sistema se basa en renegociaciones voluntarias dentro del denominado “enfoque contractual”, que carece de bases legales a nivel internacional y deriva a menudo en negociaciones prolongadas o una secuencia de renegociaciones. Uno de los problemas esenciales es la renuencia de algunos “acreedores disidentes” (*holdouts*) a participar en estos procesos e iniciar litigaciones onerosas.

Las iniciativas internacionales en este campo tienen una larga historia. Uno de los ejemplos más interesantes fue la iniciativa que promovió Estados Unidos durante y después de la Segunda Guerra Mundial para reestructurar las deudas de países latinoamericanos, la mayoría de los cuales había declarado la moratoria durante la Gran Depresión de los años 1930. Las reestructuraciones fueron generosas, como lo han señalado Jorgensen y Sachs (1989).

² Para un análisis más detallado de algunos de los temas que se tratan en esta subsección y algunas de las siguientes, véase Ocampo (2017), capítulo V.

Como se sabe bien, el retorno del financiamiento externo privado hacia las economías emergentes y en desarrollo tardó varias décadas y solo tuvo lugar desde fines de los años 1960 y, especialmente, en los años 1970. Unida al alza de las tasas de interés adoptada en 1979 por la Reserva Federal de los Estados Unidos para combatir la inflación, el alto endeudamiento dio lugar a una nueva ola de renegociaciones de los pasivos externos de varias economías emergentes y en desarrollo, con América Latina como el caso más destacado (Cruces y Trebesch, 2013). Como parte de estos procesos, a finales de los años 1970 surgieron los “Clubes de Londres” para renegociar las deudas bancarias, pero no como una estructura formal específica, sino como nombre genérico de un mecanismo voluntario. Las primeras reprogramaciones latinoamericanas de los años 1980 fueron en general fallidas, y dieron lugar al financiamiento oficial adicional que ofrecieron los Planes Baker de 1985 y 1987 y a las renegociaciones que tuvieron lugar en el marco del Plan Brady de 1989 (Devlin, 1989).

Este último plan fue ciertamente tardío, ya que se adoptó siete años después de los problemas que enfrentó México en 1982 para pagar sus obligaciones y dio origen a la crisis latinoamericana de la deuda. Otorgó además un alivio más limitado que las renegociaciones de los años 1940 y 1950. Ayudó, sin embargo, a crear un mercado de bonos para la deuda de los países emergentes, que pasó a ser el marco de un nuevo financiamiento privado en la década de los 1990. También impulsó el viraje del FMI en favor del “crédito a morosos” (*lending into arrears*), adoptado en 1989 bajo la condición de limitarlo a los países que continuaran negociando con los acreedores “de buena fe”; este principio se modificó en 1998-1999 para incluir la deuda emitida en bonos y flexibilizar el significado de la expresión “negociar de buena fe” (FMI, 2002).

La siguiente oleada de moratorias y renegociaciones sucedió a las crisis que afectaron a varias economías emergentes tras la crisis asiática de 1997 y la moratoria rusa de 1998. Muchos de estos procesos tomaron la forma de reprogramaciones voluntarias basadas en intercambios de bonos con miras a suavizar picos en el calendario de pagos. Unas pocas lograron reducciones considerables, como las de Rusia (1998) y Argentina (2005 y 2010). Estas últimas vinieron a ocupar el centro de los debates posteriores, a raíz de las sentencias favorables a los acreedores disidentes en los tribunales estadounidenses en 2012 y 2013.

La iniciativa de alivio de la deuda más importante de fines del siglo XX fue, sin embargo, el marco de la iniciativa que se adoptó para los Países Pobres Altamente Endeudados (conocida por su acrónimo inglés, HIPC), lanzada en 1996, reforzada en 1999 y consolidada en 2005 con la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (IADM). Estas iniciativas se diferenciaron del Plan Baker por su foco en los países de bajos ingresos y la inclusión de reducciones y posterior condonación de algunas deudas multilaterales.

B. Iniciativas incompletas de reforma institucional de las deudas con acreedores privados

El marco de renegociaciones voluntarias con acreedores privados adolece de dos deficiencias fundamentales. En primer lugar, “las reestructuraciones de la deuda suelen llegar demasiado tarde y en dosis demasiado pequeñas”, tal como lo han reconocido el FMI (2013, p. 15) y muchos otros analistas (véase, en particular, Buchheit, Gelpert, Gulati, Panizza, Weder di Mauro y Zettlemeyer, 2013). De hecho, muchas se limitan a posponer el problema en lugar de solucionarlo y el escaso alivio ofrecido da lugar a nuevas renegociaciones que no hacen sino posponer sus potenciales beneficios. La persistencia del sobreendeudamiento a lo largo de varios años surte efectos devastadores para los países, pero también perjudica a los acreedores, porque reduce la capacidad de pago de sus deudores. La segunda deficiencia es la incapacidad para garantizar el trato equitativo de todos los actores involucrados, tanto deudores como acreedores. El argumento en favor de un mecanismo ordenado para reestructurar las deudas soberanas se basa, así, tanto en criterios de eficiencia como de equidad (Stiglitz, 2010).

A partir de la crisis mexicana de 1994 y, más aún, de la crisis asiática de 1997, la del Atlántico Norte de 2008-2009³ sucedida por la del euro, y de los problemas que enfrentó la reestructuración de las deudas argentinas ante las autoridades judiciales de Nueva York en 2012-2013, se han propuesto diversas iniciativas y adoptado algunas para crear reglas internacionales más apropiadas para manejar la reestructuración de las deudas soberanas con acreedores privados.

La principal iniciativa posterior a la crisis mexicana provino del G-10. El grupo de trabajo que creó entonces propuso la introducción de nuevas cláusulas en los contratos de bonos —las cuales se vinieron a llamar posteriormente cláusulas de acción colectiva (CAC)— con el propósito de facilitar las consultas y la cooperación en la eventualidad de una crisis (G-10, 1996). El informe se basó, a su vez, en propuestas de Eichengreen y Portes (1995). Sin embargo, esta iniciativa para mejorar el enfoque contractual de los bonos no logró el uso generalizado de las CAC, especialmente para aquellos emitidos en Nueva York; este mecanismo se utilizaba ya en las emisiones que tenían lugar en Londres.

Por otra parte, después de la crisis asiática, bajo iniciativa original de los Estados Unidos, el Fondo Monetario Internacional emprendió en 2001-2003 el intento más importante de negociar un régimen estatutario para gestionar las crisis de las deudas soberanas, en particular un mecanismo rápido, ordenado y predecible de reestructurarlas cuando eran insostenibles y a la vez proteger los derechos de los acreedores (Krueger, 2001 y 2002). Desafortunadamente, la propuesta final fue rechazada por los Estados Unidos, bajo presión de su sector financiero, así como por varios países emergentes, temerosos de que un mecanismo de esta naturaleza terminara por restringir o encarecer su acceso a los mercados internacionales de capital. También hubo una clara oposición del sector privado al papel central que desempeñaba el Fondo Monetario Internacional en el mecanismo debido al inherente conflicto de intereses, dada su función paralela de potencial acreedor.

Un efecto positivo de estas propuestas fue, sin embargo, el uso generalizado de cláusulas de acción colectiva (CAC) en los bonos internacionales emitidos en Estados Unidos. Su uso comenzó a propagarse después de que México, uno de los principales opositores a la reforma propuesta por el Fondo Monetario Internacional, las introdujera en bonos emitidos en marzo de 2003, los cuales mostraron que la prima a pagar por las CAC era insignificante. A ello se agregó el acuerdo sobre los “Principios para los flujos de capitales estables y la reestructuración equitativa de las deudas en mercados emergentes”, adoptado en 2005 por el Instituto de Investigación Financiera (IIF por su sigla en inglés), una organización privada que asocia a grandes bancos internacionales (IIF, 2005). A su vez, raíz de la crisis de euro que sucedió a la del Atlántico Norte, y de la reestructuración de la deuda de Grecia de 2012, la Eurozona decidió incluir dichas cláusulas en todos los bonos emitidos por sus miembros.

Por su parte, los fallos en contra de Argentina en los tribunales estadounidenses utilizaron una interpretación particular de la cláusula *pari passu*⁴ favorable para los acreedores disidentes, según la cual el país no podía hacer pagos de sus deudas reestructuradas si no cancelaba antes el monto íntegro de la deuda no reestructurada, una decisión que reducía obviamente los incentivos para participar en una reestructuración. A raíz de esta decisión judicial, la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (ICMA, 2014a, 2014b) y el FMI (2014) propusieron la inclusión de las cláusulas de agregación en los contratos de bonos, las cuales permiten negociaciones simultáneas con todos los acreedores de un país, así como una revisión de la cláusula *pari passu*⁵. México volvió a liderar el camino en noviembre

³ Denominamos así a esta crisis, en vez de crisis financiera internacional, porque, aunque sus efectos internacionales fueron significativos, su origen e impactos más notables se concentraron en los Estados Unidos y Europa Occidental.

⁴ Esta cláusula significa en general “de igual rango”, pero los tribunales de Nueva York la interpretaron en el caso argentino como iguales “pagos pro-rata”, una lectura que otorga a los acreedores disidentes un mayor poder de negociación, afecta a terceras partes, e incluso puede lesionar la doctrina de la inmunidad soberana.

⁵ Se introdujo un cambio de redacción que elimina toda posibilidad de interpretar la cláusula en el sentido de pagos pro-rata (véase la nota anterior).

de 2014, cuando insertó las nuevas cláusulas en una emisión de bonos en Nueva York (Kazajistán lo había hecho el mes anterior para una emisión en Londres), sin afectar el costo de la deuda. México también reemplazó al agente fiscal por un fideicomisario para representar a los bonistas en las negociaciones (el sistema que ya se utilizaba en Londres).

En un sentido positivo, la necesidad de sumar distintos reclamos mediante la inclusión de “cláusulas de agregación” en los contratos de deuda goza hoy de aceptación generalizada y se considera esencial para garantizar el principio de equidad entre los bonistas. De todos modos, la agregación no resuelve el legado de la deuda preexistente durante algún tiempo que carece de dicha cláusula o incluso de las cláusulas de acción colectiva (CAC), no excluye la posibilidad de que no se logren mayorías para renegociar emisiones individuales y tampoco garantiza la coherencia entre los contratos de bonos y otros contratos de deuda, como los préstamos bancarios.

La tradicional división entre la deuda externa e interna también se difumina con la creciente participación de fondos internacionales en los mercados de bonos nacionales de las economías emergentes. Más aún, la separación tradicional entre acreedores oficiales y privados, con sus correspondientes mecanismos de reestructuración, se ha tornado más complejo con el advenimiento de nuevos prestamistas oficiales (notablemente China) que no pertenecen al Club de París. Ambos tipos de acreedores han señalado las potenciales inequidades que podrían surgir entre sus respectivos espacios de reestructuración, por lo cual es posible que las futuras “agregaciones” no se refieran solo a los pasivos con acreedores privados, sino a todas las obligaciones, incluidos los créditos multilaterales, con reglas adecuadas de prioridad que favorezcan en especial a los prestamistas que ofrecen fondos frescos durante las crisis.

Las Naciones Unidas han contribuido paralelamente al debate. El Consenso de Monterrey, fruto de la primera Conferencia sobre Financiación para el Desarrollo, la cual tuvo lugar en 2002, hizo un llamado a establecer un conjunto de principios claros para la gestión de crisis financieras que prevea una distribución equitativa de la carga entre el sector público y el privado, y entre deudores, acreedores e inversores (Naciones Unidas, 2002, punto 51). Entre los desarrollos posteriores se cuentan las consultas regulares que se realizan en el contexto del proceso sobre financiación para el desarrollo (Schneider, 2014), los “Principios de la responsabilidad en el otorgamiento y la toma de préstamos soberanos” propuestos por la UNCTAD (2012), la adopción de algunos principios sobre reestructuración de la deuda soberana por parte de la Asamblea General de las Naciones Unidas (Naciones Unidas, 2015) y, muy en particular, las propuestas elaboradas por la Comisión de Expertos de las Naciones Unidas sobre las Reformas del Sistema Financiero y Monetario Internacional, más conocida como “Comisión Stiglitz” (Naciones Unidas, 2009).

C. Los debates recientes y las políticas adoptadas para el manejo de la crisis sanitaria del COVID-19

Los problemas asociados al manejo y sostenibilidad de la deuda pública han ocupado también un papel importante en los debates y, parcialmente, en las políticas adoptadas para el manejo de la crisis sanitaria del COVID-19. Las propuestas sobre la mesa han sido tanto institucionales (Naciones Unidas, 2020b; UNCTAD, 2020) como de analistas (véanse, en particular, entre las presentadas a comienzos de la crisis por Bolton, Buccheit, Weder, Gourinchas, Gulati, Hsieh y Panizza, 2020; Brown y Summers, 2020; y Reinhart y Rogoff, 2020).

Las medidas de política adoptadas han sido parciales y dirigidas a los países de bajos ingresos, pero no a los de renta media. Al comienzo de la crisis, el Fondo Monetario Internacional determinó que 29 de sus miembros más vulnerables estarían exentos de amortizaciones e intereses de sus deudas con el organismo durante un período inicial de seis meses, que posteriormente se extendió a 24 meses (12 de abril de 2020 al 13 de abril de 2022), usando recursos del Fondo Fiduciario para Alivio y Contención de Catástrofes (FFACC).

A su vez, el Grupo de los Veinte (G-20) ofreció, a través de la Iniciativa para la Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI, de acuerdo con sus siglas en inglés), que durante el 2020 los países de la Asociación Internacional de Fomento (AIF) podrían posponer el servicio de la deuda. Este programa benefició potencialmente a 73 países, pero no cancelaba la deuda, la cual seguía pendiente y continuaba generando intereses. La decisión correspondiente fue adoptada por el Club de París y por otros acreedores importantes, en especial China. Sin embargo, los acreedores privados no la acogieron, como lo solicitó el G-20⁶.

En noviembre de 2020, el G-20 extendió este programa hasta finales del 2021, resaltó nuevamente la necesidad de la participación del sector privado y creó un complemento que permite las renegociaciones de la deuda caso por caso, un programa que se vino a llamar el Marco Común (G-20, 2020). Los países que se acogieron a este programa de reestructuración fueron Chad, Etiopía y Zambia (que ya había iniciado un programa de reestructuración en 2020). En general, cabe resaltar que los riesgos de un conjunto amplio de países de bajos ingresos que enfrentaran problemas de elevado endeudamiento eran ya elevados antes de la crisis y se agudizaron en 2020 y 2021, de acuerdo con los análisis regulares que hace el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

Es importante resaltar que según Gelpern, Hagan y Mazarei (2020), existieron problemas en el diseño de la DSSI, debido a que más de un tercio de los países vulnerables no son parte de esta iniciativa. Además, el alto costo reputacional, asociado en particular a una rebaja en las clasificaciones crediticias limitó su uso. Por su parte, un grupo de trabajo del G-30 (2021) resaltó la necesidad de que, en el marco de la DSSI, se distinguiera entre países que necesitaban el servicio para pagos de corto plazo y aquellos con problemas estructurales de sostenibilidad. A su vez, el Fondo Monetario Internacional (FMI) recomendó que el Marco Común aclarara la comparabilidad del DSSI con otras políticas del FMI relacionadas al pago de deuda y establecer mecanismos de consulta para recoger y distribuir información, y brindar asistencia durante las negociaciones (FMI, 2021a y Gelpern, Hagan y Mazarei, 2020).

Debido a los riesgos que enfrentaban no solo países de bajos ingresos sino también varios de renta media, la necesidad de una mejora en los mecanismos de renegociación de deudas soberanas fue objeto de atención por parte del Fondo Monetario Internacional como preparación a las reuniones de los organismos de Bretton Woods que tuvieron lugar en octubre de 2020 (FMI, 2020 y Georgieva, Pazarbasioglu y Weeks-Brown, 2020). Las propuestas de la institución se orientaron a mejorar el enfoque contractual basado en las cláusulas de acción colectiva (CAC), pero resaltando al mismo tiempo los problemas crecientes asociados a las deudas diferentes a bonos, las deudas colateralizadas y la falta de transparencia en este campo. A su vez, la necesidad de un régimen estatutario fue defendida por las Naciones Unidas y la UNCTAD (Naciones Unidas, 2020b, y UNCTAD, 2020).

Cabe anotar que los mecanismos contractuales fueron utilizados con éxito en las renegociaciones de las deudas de Argentina y Ecuador que tuvieron lugar en 2020 y cuyo éxito dependió, sin duda, del apoyo implícito del Fondo Monetario Internacional a estos procesos⁷. En todo caso, la situación de las economías de renta media es heterogénea, ya que varios países han tenido acceso al mercado privado de capitales en condiciones incluso ventajosas, aunque ahora en deterioro. Por este motivo, las propuestas de suspensiones o reducciones generalizadas de la deuda, como las de UNCTAD (2020) y Reinhart y Rogoff (2020), no son necesariamente las más convenientes.

⁶ Aunque China se acogió a la iniciativa y refinanció varias deudas, no incluyó las que tenían los países con el Banco de Desarrollo Chino, las cuales consideraba comerciales.

⁷ Cabe agregar que entre los países de medianos ingresos también hubo la renegociación de las deudas de Belice, la muy compleja del Líbano y las actuales negociaciones entre Suriname y sus acreedores.

En el marco del reconocimiento de la heterogeneidad de soluciones, una solución podría ser un esquema similar al Plan Brady que ayudó a superar la crisis latinoamericana de la deuda, como el que han sugerido Griffith-Jones, Gallagher y Volz (2021). Como entonces, el esquema permitiría emitir bonos que incorporarían una reducción de la deuda con el pago del principal y 18 meses de intereses respaldado con un instrumento público multilateral: un fondo de garantía para la recuperación de los países manejado por el Banco Mundial; este esquema cumpliría la función que jugaron los bonos sin cupones del Tesoro de los Estados Unidos que respaldaban el principal de los bonos Brady. Los títulos reestructurados correspondientes se transarían en el mercado de capitales. Además, el programa estaría acompañado por el financiamiento de los bancos multilaterales de desarrollo y/o del Fondo Monetario Internacional, que daría credibilidad al programa económico del país que emite los bonos correspondientes. Cabe agregar que, al igual que durante la crisis de la deuda, se podrían también usar canjes de deuda por naturaleza o por programas sociales en los países deudores.

Por su parte, el informe reciente del Banco Mundial (2022) considera que se deben usar ampliamente las CAC para superar los problemas de coordinación con distintos tipos de acreedores y las motivaciones políticas que suelen diluir el proceso. Reinhart (2021) y Gelpert, Hagan y Mazarei (2020) recomiendan reformas legislativas en las jurisdicciones donde se rigen los bonos soberanos como Nueva York o Londres. Recientemente, el Estado de Nueva York presentó un proyecto de ley que exigiría la participación del sector privado en la reestructuración de las deudas soberanas. Este proyecto permitiría a los deudores soberanos modificar los contratos de deuda regidos por la legislación de Nueva York mediante una votación por mayoría cualificada, y exigiría una auditoría de la deuda antes de la reestructuración, limitaría la recuperación de los litigios de los inversores especulativos y facultaría a los reguladores financieros del Estado de Nueva York para supervisar aspectos de la renegociación de la deuda. Además, ambos estudios resaltan la aprobación en Bélgica de la Ley contra los Fondos Buitres que impide a los acreedores litigantes interrumpir los pagos realizados por Euroclear.

En cuanto a las políticas relacionadas a los Bancos Multilaterales de Desarrollo, una propuesta bastante amplia fue que estas instituciones y el Fondo Monetario Internacional ampliaran la oferta de préstamos, donaciones e instrumentos ante choques negativos sobre el nivel de la deuda. Por ejemplo, Gelpert, Hagan y Mazarei (2020) recomendaron duplicar los préstamos de la Asociación Internacional de Fomento (AIF), lo cual incrementaría la cantidad de donaciones sin afectar su calificación crediticia. Además, respecto al Fondo Monetario Internacional, la colocación de Derechos Especiales de Giro (DEG) por 650.000 millones de dólares acordada en 2021, y una mayor provisión de recursos para el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (PRGT según las siglas en inglés) aliviaron las necesidades de liquidez de los países de bajos ingresos en ambos casos, y de los emergentes en el primero (Ocampo, 2021).

Además, Reinhart (2021), Banco Mundial (2022) y Pazarbasioglu y Reinhart (2022) han abogado por una mayor transparencia en la información para evaluar el nivel y sostenibilidad de la deuda. Ello incluye datos respecto al sector privado y el sistema de pensiones, debido a sus implicancias sobre la deuda pública, o información sobre los canjes (*swaps*) de incumplimiento crediticio que cambian la composición de los prestamistas. Además, la mayor transparencia podría generar un incremento de la confianza que permitiría un mayor acceso a mercados internacionales o un proceso de reestructuración más rápido.

D. Reformas institucionales

La adopción de un marco institucional sólido para la resolución de las deudas soberanas sigue siendo uno de los vacíos más flagrantes de la arquitectura financiera internacional. La necesidad de solucionarla ha desencadenado un extenso debate e inspirado numerosas propuestas sobre la reforma del sistema⁸. Existen tres alternativas básicas posibles.

La primera consiste en una mejora del “enfoque contractual”, que requiere el uso generalizado de cláusulas de agregación en los contratos de bonos. El problema básico que presenta esta vía es la dificultad de lidiar con aquellos acreedores que aún pueden bloquear la renegociación de emisiones particulares. Esta reforma debería también incluir la nueva cláusula *pari passu* y generalizar el sistema de fideicomisarios para representar a los bonistas en las negociaciones, e incluso una cláusula formal que suspenda los litigios jurídicos en torno a las deudas mientras dura la renegociación. Esta reforma enfrenta los problemas que genera un período de transición hasta que se complete la generalización de las cláusulas de acción colectiva (CAC) y de las cláusulas de agregación, así como los problemas adicionales asociados a la gestión de los acreedores privados vs. oficiales y las obligaciones externas vs. internas.

La segunda alternativa es la negociación de un régimen estatutario, que crearía un tribunal internacional de deudas con reglas claras sobre la prioridad de los reclamos y la equidad entre acreedores, las cuales deben ser legalmente vinculantes en los principales mercados financieros. Esta alternativa debe corregir las dos deficiencias básicas de la estructura *ad hoc* actual: i) debe promover una reestructuración favorable para acreedores y deudores por igual (la esencia de los acuerdos justos en este campo), y ii) garantizar el tratamiento equitativo de diferentes deudores y acreedores de acuerdo con principios internacionalmente acordados. Un funcionamiento alternativo del mecanismo podría consistir en paneles de arbitramento convocados por las partes pertinentes en cada caso, cuyas decisiones se basarían en reglas acordadas internacionalmente (Kaiser, 2013).

La tercera y quizás la mejor alternativa consistiría en combinar las soluciones voluntarias y estatutarias mediante la creación de un mecanismo similar al que ha utilizado la Organización Mundial de Comercio (OMC) para la solución de diferencias⁹, el cual incluiría una primera fase de negociación voluntaria entre las partes, y posteriormente una mediación y (eventual) arbitramento con plazos preestablecidos. El proceso se pondría en marcha con una declaración de moratoria y una propuesta por parte del país deudor que desencadenaría las negociaciones. El proceso también debería servir de marco y crear un mecanismo específico para coordinar las posiciones de los acreedores. De fracasar esta primera etapa dentro de los plazos fijados, la institución a cargo del proceso iniciaría la etapa de mediación. Si también fracasara dentro de los plazos fijados, el agente se constituiría en árbitro de la disputa, cuya sentencia sería vinculante para todas las partes, y estaría facultado para requerir a los acreedores una renovación del financiamiento. Los créditos provistos durante la moratoria tendrían prioridad sobre las deudas sometidas a moratoria.

⁸ Véanse los ensayos compilados en Herman, Ocampo y Spiegel (2010a), el inventario de propuestas recogidas en FMI (2013) y Das, Papaioannou y Trebesch (2013), así como las de la Comisión Stiglitz (Naciones Unidas, 2009), la de la Comisión de Brookings Institution sobre Política Económica y Reformas Internacionales (Buchheit, Gelper, Gulati, Panizza, Weder di Mauro y Zettlemeyer, 2013), y las de la sociedad civil, en particular las de Kaiser (2013). Véase también el excelente estudio de Panizza, Sturzenegger y Zettlemeyer (2009) sobre las cuestiones legales y económicas involucradas.

⁹ Es necesario resaltar, sin embargo, que el mecanismo de la Organización Mundial del Comercio (OMC) se aplica a controversias entre países, mientras que el de deudas involucra la negociación entre un país deudor y acreedores privados. Además, este mecanismo se encuentra en crisis debido a la oposición de los Estados Unidos a nombrar nuevos miembros del órgano de apelaciones.

El mecanismo podría crearse como un órgano independiente dentro del sistema de las Naciones Unidas, pero ello requiere la suscripción de un nuevo tratado internacional. La alternativa sería la que se intentó en 2001-2003: una enmienda al Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI), pero que garantice que el órgano correspondiente funcione con independencia del Directorio Ejecutivo y de la Junta de Gobernadores, para evitar toda interferencia del personal, los directores o los Estados miembros del FMI.

Bajo cualquiera de los tres esquemas, existen cuatro tareas complementarias pero esenciales. La primera es un mecanismo similar al que existe en la Organización Mundial del Comercio (OMC) para apoyar a los países pobres y pequeños en las disputas, y que les ayude a financiar los costos de los equipos técnicos que participan en los procesos de reestructuración. La segunda es el respaldo a los países que han reestructurado su deuda para ayudar a su reincorporación a los mercados, una función que la deben cumplir los Bancos Multilaterales de Desarrollo y el Fondo Monetario Internacional (FMI). La tercera es un registro internacional de las deudas, que garantice la transparencia resaltada en la sección anterior. El cuarto es un Foro de la Deuda Soberana, que podría consistir en un proceso de múltiples partes interesadas. Sería interesante que se organizara bajo las normas del proceso de Financiación para el Desarrollo de las Naciones Unidas, de modo tal que la participación estuviera abierta no solo a los gobiernos y las instituciones internacionales, sino también al sector privado y a las organizaciones de la sociedad civil.

V. Conclusiones

Previo a la crisis sanitaria del COVID-19, América Latina del Caribe presentaba los mayores niveles de deuda pública entre los países emergentes, aunque con mejores condiciones en la estructura de endeudamiento (una mayor proporción de la deuda en moneda local y/o mayores plazos de vencimiento) lo que permitía reducir el riesgo de insostenibilidad. En el 2020, el nivel de deuda pública aumentó fuertemente debido a la contracción de la actividad económica y el financiamiento de medidas para contrarrestar la crisis sanitaria del COVID-19. La reactivación económica durante el 2021 permitió una reducción del nivel de deuda; sin embargo, la región aún mantiene niveles históricamente altos. Además, se observa un contexto macroeconómico adverso debido a la política monetaria contraccionista de los Estados Unidos, la invasión de Rusia a Ucrania y la evidente desaceleración económica en los países desarrollados y China. Así, para los próximos años, se pueden esperar presiones sobre la dinámica de la deuda pública en la región.

Respecto a los tres grupos de países analizados, América del Sur presenta el menor riesgo de insostenibilidad debido a mejores características de su deuda y una clara reducción de la deuda pública y el déficit fiscal primario ante una mejora del crecimiento económico. El análisis de la dinámica esperada de la deuda pública se realizó para Brasil, Colombia y Uruguay. Los resultados muestran una trayectoria sostenible para Colombia y Uruguay, y se espera que los choques negativos no afecten significativamente la capacidad de pago de estos países en el largo plazo. Por el contrario, en Brasil, la deuda pública presenta una tendencia creciente y, de no mejorar las perspectivas de crecimiento, los riesgos aumentarían considerablemente.

Por su parte, ciertos países de América Central presentan riesgos adicionales debido a una mayor proporción de la deuda pública en moneda extranjera y menores plazos de vencimiento. Asimismo, no se observa una clara reducción del déficit fiscal durante periodos de mayor crecimiento económico; no obstante, en este campo existe una alta heterogeneidad entre los países. El análisis de la sostenibilidad de la deuda pública se realizó para Belice, El Salvador y México. Los dos primeros países muestran una tendencia creciente y los choques analizados podrían implicar un mayor deterioro de la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo. En el caso de México, se concluye que la trayectoria es sostenible y los choques negativos no aumentarían considerablemente el nivel de deuda pública.

En cuanto al Caribe, los riesgos son más elevados debido, en parte, a una mayor tasa de interés promedio y mayores niveles de gasto por intereses como porcentaje del PIB. Sin embargo, las principales economías de la región como Jamaica y República Dominicana mantienen una perspectiva sostenible de la deuda pública. En particular, si se mantienen los niveles de superávit fiscal registrados en los últimos años, se espera una fuerte reducción de la deuda pública en Jamaica, aunque en los escenarios con bajo crecimiento y altas tasas de interés si pudieran enfrentar un riesgo alto. En República Dominicana, si se recupera el dinamismo económico observado previo a la crisis sanitaria del COVID-19, la deuda pública se reduciría gradualmente; además los choques negativos no afectarían la sostenibilidad de dicha deuda. Por el contrario, en Bahamas, los choques estimados implicarían un fuerte incremento del nivel de deuda pública y un mayor riesgo de enfrentar una trayectoria insostenible.

Respecto a las políticas de manejo de deuda, se observa que las medidas adoptadas han sido parciales y enfocadas en los países de bajos ingresos, pero no en los de renta media. Por ello, dado que ambos grupos de países enfrentan riesgos considerables, resulta necesario asegurar que ambos grupos formen parte de iniciativas multilaterales como la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI) y puedan acceder a una mayor oferta de préstamos, donaciones e instrumentos para enfrentar los choques negativos. Asimismo, se deberían mejorar los mecanismos de renegociación y los enfoques contractuales, ampliando el uso de las cláusulas de acción colectiva (CAC), así como fomentar una mayor transparencia en la información para evaluar las condiciones de cada país. Reconociendo la heterogeneidad de los problemas de sostenibilidad de la deuda pública, se podría ofrecer un mecanismo similar al Plan Brady, respaldando hoy por un fondo de garantía manejado por el Banco Mundial, así como canjes de la deuda por naturaleza o por programas sociales de los países deudores.

Finalmente, la principal recomendación es la adopción de un marco institucional sólido para la resolución de las deudas soberanas. El presente trabajo analizó tres alternativas para poner en marcha dicho marco. El primero es la mejora del enfoque contractual que requiere el uso generalizado de tres tipos de cláusulas: i) de agregación en los contratos, ii) *pari passu*, y iii) suspensión de los litigios jurídicos en torno a las deudas mientras dura la renegociación. Además, se requiere la generalización del sistema de fideicomisarios para representar a los bonistas en las negociaciones. La segunda alternativa es la negociación de un régimen estatutario, que crearía un tribunal internacional de deudas con reglas claras sobre la prioridad de los reclamos y la equidad entre acreedores. La tercera alternativa consistiría en combinar las soluciones voluntarias y estatutarias mediante la creación de un mecanismo similar al que ha utilizado la Organización Mundial de Comercio (OMC) para la solución de diferencias. Este mecanismo incluiría una primera fase de negociación voluntaria entre las partes, y posteriormente una mediación y (eventual) arbitramento con plazos preestablecidos.

Estas alternativas también comprenden reformas complementarias como mecanismos de ayuda para que los países pobres y pequeños puedan financiar los costos de los equipos técnicos que participan en los procesos de reestructuración, así como apoyo por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) y bancos multilaterales de desarrollo para la reincorporación de estos países al mercado de la deuda. Además, se debería implementar un registro internacional de las deudas que garantice la transparencia, y un Foro de la Deuda Soberana con la participación de gobiernos, instituciones internacionales, el sector privado y las organizaciones de la sociedad civil.

Bibliografía

- Acosta-Ormaechea, S.; Goldfajn, I. y J. Roldós (2022), "América Latina enfrenta riesgos inusualmente altos" [en línea], abril, disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/04/26/blog-latin-america-faces-unusually-high-risks>, consultado el 22 de junio de 2022.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (2020), "Barbados reforzará sistema manejo de riesgos de desastres naturales y emergencia climática" [en línea], comunicado de prensa, 8 de octubre, disponible en: <https://www.iadb.org/es/noticias/barbados-reforzara-sistema-manejo-de-riesgos-de-desastres-naturales-y-emergencia-climatica>, consultado el 22 de junio de 2022.
- _____ (2022), "De la Recuperación a la Renovación: Transformar la crisis en oportunidad", BID, Washington D.C., abril de 2022.
- Banco Mundial (2022), World Development Report 2022: "Finance for an Equitable Recovery", Washington D.C.: World Bank.
- Blanchard, O. y M. Das (2017), "A New Index of Debt Sustainability", NBER Working Papers 24068, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Blanchard, O., Chouraqui, J.C., Hagemann, R. y N. Sartor, N. (1990), "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answer to an Old Question", OECD Economic Studies.
- Bolton, P., Buccheit, L., Weder, B., Gourinchas, P.-O. Gulati, M. Hsieh, C.-T. y U. Panizza (2020), "Necessity is the mother of invention: How to implement a comprehensive debt standstill for COVID-19 in low- and middle-income countries", VoxEU Policy Portal, abril 21.
- Borensztein, E. y U. Panizza (2009), "The Costs of Sovereign Default", IMF Staff Papers, Palgrave Macmillan, vol. 56(4), pages 683-741, November.
- Brown, G. y L. Summers (2020), "Debt Relief Is the Most Effective Pandemic Aid", Project Syndicate, 15 Abril, disponible en: <https://www.project-syndicate.org/commentary/debt-relief-most-effective-covid19-assistance-by-gordon-brown-and-lawrence-h-summers-2020-04>, consultado el 8 de julio de 2022.
- Buchheit, L. C., Gelpert, A. Gulati, M., Panizza, U., Weder di Mauro, B. y J. Zettlemeyer (2013), "Revising Sovereign Bankruptcy", Comité sobre Reforma y Políticas Económicas Internacionales. Washington, D. C.: Brookings Institution.
- Buiter, W. H., Persson, T., y P. Minford (1985), "A Guide to Public Sector Debt and Deficits." Economic Policy 1, no. 1 (1985): 14-79.

- Calvo, G. y E. Mendoza (1996), "Mexico's balance-of-payments crisis: a chronicle of a death foretold", *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 41(3-4), pages 235-264, November.
- Calvo, S. (2010), "The Global Financial Crisis of 2008-10: A View from the Social Sectors", *Human Development Research Papers (2009 to present) HDRP-2010-18*, Human Development Report Office (HDRO), United Nations Development Programme (UNDP).
- Cárdenas, M., Ricci, L., Roldos, J. y A. Werner (2021), "Fiscal Policy Challenges for Latin America During the Next Stages of the Pandemic: The Need for a Fiscal Pact", *IMF Working Paper*.
- Centre for Economic Policy Research (2022), "Debt: The Eye of The Storm", Londres: Centre for Economic Policy Research.
- Chamon, M. y R. Hausmann (2005), "Why Do Countries Borrow the Way They Borrow?" en B. Eichengreen; R. Hausmann, *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Chauvin, N. y A. Kraay (2005), "What Has 100 Billion Dollars Worth of Debt Relief Done for Low- Income Countries?", *International Finance 0510001*, University Library of Munich, Germany.
- Claessens, S., Klingebiel, D. y S. Schmuckler (2003), "Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Macroeconomic and Institutional Factors". *Policy Research Working Paper*; núm 2986, World Bank, Washington, DC.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2021a), "Capital Flows to Latin America and the Caribbean: 2021 year-in-review and the first four months of 2022" (LC/WAS/TS.2022/1), Santiago.
- _____ (2021b), "Panorama Fiscal de América Latina y El Caribe: Los desafíos de la política fiscal en la recuperación transformadora pos-COVID-19", 2021 (LC/PUB.2021/5-P), Santiago.
- _____ (2022), "Panorama Fiscal de América Latina y El Caribe: Desafíos de la política fiscal para un desarrollo sostenible e inclusivo", 2022 (LC/PUB.2022/7-P), Santiago.
- Conceição, P., Namsuk, K., Mendoza, R., y Y. Zhang (2009), "Human Development in Crisis: Insights from the Literature, Emerging Accounts from the Field and the Correlates of Growth Accelerations and Decelerations". *Social and Economic Policy Working Paper No. 2009-07*, UNICEF Division of Policy and Practice, New York.
- Cruces, J. y C. Trebesch (2013), "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts", *American Economic Review: Macroeconomics*, vol. 5, núm. 15, pp. 85-117.
- Das, M., Papaioannou, M. y C. Trebesch (2013), "Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts", *IMF Working Paper No. 12/203*.
- D'Erasmus, P., Mendoza, E. y J. Zhang (2016), "What is a Sustainable Public Debt?", *Handbook of Macroeconomics*, en: J. B. Taylor; H. Uhlig (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, edition 1, volume 2, chapter 0, pages 2493-2597, Elsevier.
- Devlin, R. (1989), "Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story", Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press.
- Díaz-Alejandro, C. (1984), "Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore", *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 15(2), pages 335-403.
- Domar, E. (1944), "The 'Burden of the Debt' and the National Income", *The American Economic Review*, 34(4), 798-827.
- Draksaitė, A., Snieska, V., Valodkienė, G. y D. Daunoriene (2015), "Selection of government debt evaluation methods based on the concept of sustainability of the debt", *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 474-480.
- Eichengreen, B. y R. Portes (1995), "Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors", Londres: Centro para la Investigación de Políticas Económicas (CEPR por su sigla en inglés).
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2022a), "World Economic Outcome", 11 de abril, Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- _____ (2022b), "Making Debt Work for Development and Macroeconomic Stability", 26 de abril, Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- _____ (2022c), "Belize: 2022 Article IV Consultation", 10 de mayo, Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.

- _____ (2022d), "El Salvador: 2021 Article IV Consultation", 25 de enero, Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- _____ (2021a), "Review of The Debt Sustainability Framework for Market Access Countries", 3 de febrero, Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- _____ (2021b), "World Economic Outcome", 25 de marzo, Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- _____ (2021c), "The Bahamas: 2020 Article IV Consultation", 26 de enero, Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- _____ (2014), "Strengthening of the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructurings", 2 de septiembre, Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- _____ (2013), "Sovereign Debt Restructuring: Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework", 26 de abril, Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- _____ (2002), "Fund Policy on Lending into Arrears to Private Creditors: Further Considerations of the Good-Faith Criterion", 30 de julio, Departamento de Mercados Internacionales de Capital, Desarrollo y Supervisión de Políticas, Departamento Jurídico.
- Fournier, J. y M. Béтин (2018), "Limits to government debt sustainability in middle-income countries", OECD Economics Department Working Papers 1493, OECD Publishing.
- Gelpern, A., S. Hagan, y A. Mazarei (2020), "Debt Standstills Can Help Vulnerable Governments Manage the COVID-19 Crisis." Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Georgieva, K., Pazarbasioglu, C. y R. Weeks-Brown (2020), "Reform of the International Debt Architecture is Urgently Needed" https://blogs.imf.org/2020/10/01/reform-of-the-international-debt-architecture-is-urgently-needed/?utm_medium=email&utm_source=govdelivery, Octubre.
- Goldfajn, I. (2002), "Are there reasons to doubt fiscal sustainability in Brazil?", en Bank for International Settlements, Fiscal issues and central banking in emerging economies, vol. 20, pp 84-97.
- Goldstein, M. (2003), "Debt Sustainability, Brazil and the IMF", Working Paper Series WPO3-1, Peterson Institute for International Economics, February.
- Greiner, A. (2013), "How to test for debt sustainability? Some theoretical reflections on an empirical test", Economics Bulletin, AccessEcon, vol. 33(3), pages 2357-2364.
- Griffith-Jones, S., Gallagher, K. y U. Volz (2021), "Debt Relief by Private Creditors: Lessons from the Brady Plan", en José Antonio Ocampo (ed.), Governança internacional e desenvolvimento, São Paulo: Universidad de São Paulo, capítulo 5.
- G-10 (Grupo de los diez) (1996), The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors prepared under the auspices of the Deputies, mayo. Disponible en: <http://www.bis.org/publ/gteno3.pdf>, consultado el 22 de junio de 2022.
- G-20 (Grupo de los veinte) "Extraordinary G20 Leaders' Summit Statement on COVID-19", Marzo 26.
- G-30 (Grupo de los treinta) (2020), "Sovereign Debt and Financing for Recovery after the COVID-19 Shock: Preliminary Report and Recommendations", Working Group on Sovereign Debt and COVID-19.
- Hamilton, J. y M. Flavin (1986), "On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing", American Economic Review, American Economic Association, vol. 76(4), pages 808-819, September.
- Herman, B., Ocampo, J.A. y S. Spiegel (eds.; 2010), "Overcoming Developing Country Debt Crises", Nueva York: Oxford University Press.
- IHS Markit (2019), "PMI: El indicador económico líder mundial" [en línea], disponible en: https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PDF/PMI_Brochure_SPA, consultado el 22 de junio de 2022.
- ICMA (International Capital Market Association) (2014a), "International Aggregated Collective Action Clauses (CACs) for the Terms and Conditions of Sovereign Notes" [en línea], agosto, disponible en: <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/>, consultado el 22 de junio de 2022.
- _____ (2014b), "Standard Pari Passu Provision for the Terms and Conditions of Sovereign Notes" [en línea], agosto, disponible en: <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/>, consultado 22 de junio de 2022.
- IIF (Institute of International Finance) (2022), "IIF Capital Flows Tracker – April 2022" [en línea], disponible en: <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Capital-Flows-Tracker/>, consultado el 22 de junio de 2022.

- _____ (2005), "Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets" [en línea], disponible en: <http://www.iif.com/emp/principles/>, consultado el 22 de junio de 2022.
- Jeanne, O. (2005), "Why Do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency?", en B. Eichengreen; R. Hausmann, *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Jorgensen, E. y J. Sachs (1989), "Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period", en B. Eichengreen y P.H. Lindert (eds.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press, capítulo 3.
- Kaiser, J. (2013), "Resolving Sovereign Debt Crises: Towards a Fair and Transparent International Insolvency Framework", 2.ª edición revisada, Berlín: Fundación Friedrich Ebert, Serie de Diálogos sobre la Globalización.
- Krueger, A. O. (2001), "International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring" [en línea], alocución ante el Instituto Estadounidense de la Empresa, Washington D. C., disponible en: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>, consultado el 22 de junio de 2022.
- Krueger, A. O. (2002), "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- Lamdany, R. y L. Martínez-Díaz (eds.; 2009), "Studies of IMF Governance: A Compendium", Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.
- Martner Fanta, R. y V. Tromben (2004), "La sostenibilidad de la deuda pública, el efecto bola de nieve y el "pecado original", Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social, Área de Políticas Presupuestarias y Gestión Pública, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, (LC/IP/L.246), Santiago.
- Mendoza, E. y M. Oviedo (2004), "Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America The Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and Mexico", *Economía Mexicana NUEVA ÉPOCA*, CIDE, División de Economía, vol. 0(2), pages 133-173, July-Dec.
- Naciones Unidas (2020a), "COVID-19: Disrupting Lives, Economies and Societies", *Monthly Briefings on the World Economic Situation and Prospects*, No. 136, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales, abril 1.
- _____ (2020b), "Debt and COVID-19: A Global Response in Solidarity", abril 17.
- _____ (2015), "Basic Principles on Sovereign Debt Restructuring Processes" [en línea], resolución adoptada por la Asamblea General de la ONU, A/RES/69/319, 10 de septiembre, disponible en: http://www.un.org/en/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/69/319, consultado el 22 de junio de 2022.
- _____ (2009), "Informe de la Comisión de Expertos del Presidente de la Asamblea General de las Naciones Unidas sobre las Reformas del Sistema Financiero y Monetario Internacional" [en línea] (Comisión Stiglitz), 21 de septiembre, Nueva York: Naciones Unidas, disponible en: http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf, consultado el 22 de junio de 2022.
- _____ (2002), "Consenso de Monterrey" [en línea], Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo, Monterrey, México, disponible en: <http://www.un.org/es/conf/ffd/2002/pdf/ACONF1983.pdf>, consultado el 22 de junio de 2022.
- Núñez, G., Velloso, H. y F. Da Silva (2022), "Corporate governance in Latin America and the Caribbean: Using ESG debt instruments to finance sustainable investment projects", Comisión Económica para América Latina y el Caribe, (LC/TS.2022/23), Santiago.
- Ocampo, J.A. (2022), "Ensuring Global Financial Stability" en Yan, L; Rodril, D., *New Normal, New Technologies, New Financing*, Economic Research Institute for ASEAN and East Asia.
- _____ (2021), "An excellent but incomplete IMF decision", *OECD Development Matters*. Blog, 15 Julio, disponible en: <https://oecd-development-matters.org/2021/07/15/an-excellent-butincomplete-imf-decision/>, consultado el 22 de junio de 2022.
- _____ (2017), *Resetting the International Monetary (Non)System*, Oxford y Helsinki: Oxford University Press y UNU-WIDER.

- Panizza, U., Sturzenegger, F. y J. Zettlemeyer (2009), "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default", *Journal of Economic Literature*, vol. 47, núm. 3, pp. 653-700. Pazarbasioglu, C. y R. Weeks-Brown (2022), 'Governments Must Choose to Support or Restructure Heavily Indebted Firms', IMF Blog, 23 Febrero, disponible en: <https://blogs.imf.org/2022/02/23/governments-must-choose-to-support-or-restructure-heavily-indebted-firms/#>, consultado 22 de junio de 2022.
- Pazarbasioglu, C. y Reinhart, C. (2022), "Shining a Light on Debt. Finance and Development", marzo, disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2022/03/Shining-a-light-on-debt-Pazarbasioglu-Reinhart>, consultado 22 de junio de 2022.
- Reinhart, C. (2021), "From Health Crisis to Financial Distress", Policy Research Working Paper Series 9616, The World Bank.
- Reinhart, C. y K. Rogoff (2020), "Suspend Emerging and Developing Economies' Debt Payments", Project Syndicate, 13 Abril, disponible en: <https://www.project-syndicate.org/commentary/suspend-emerging-and-developing-economies-debt-payments-by-carmen-reinhart-and-kenneth-rogoff-2020-04>, consultado 8 de julio de 2022.
- _____ (2009), "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly", Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rivas Valdivia, J.C. (2020), "Apuntes técnicos sobre la sostenibilidad de la deuda pública en Centroamérica", sede subregional de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe en México.
- Rodrik, D. y A. Velasco. (1999), "Short-Term Capital Flows", NBER Working Papers 7364, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Schneider, B. (2014), "Sovereign Debt Restructuring: The Road Ahead", en J. E. Stiglitz y D. Heymann (eds.), *Life After Debt: The Origins and Resolutions of Debt Crises*, Londres: Palgrave-Macmillan, capítulo 3.3.
- Stiglitz, J. E. (2010), "Sovereign Debt: Notes on Theoretical Frameworks and Policy Analyses", en B. Herman, J. A. Ocampo y S. Spiegel (eds.), *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Nueva York: Oxford University Press, capítulo 2.
- Talvi, E. y C. Végh (1998), "Fiscal Policy Sustainability: A Basic Framework", Research Department Publications 3070, Inter-American Development Bank, Research Department.
- UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) (2020), "From the Great Lockdown to the Great Meltdown: Developing Country Debt in the Time of COVID-19", Trade and Development Report update, abril 23.
- _____ (2012) "Principios de la responsabilidad en el otorgamiento y la toma de préstamos soberanos", Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, disponible en: https://unctad.org/es/system/files/official-document/gdsddf_2012misc1_sp.pdf, consultado el 22 de junio de 2022.

Anexo

Cuadro A1
Supuestos sobre la tasa del crecimiento real del producto, tasa de interés real
y resultado fiscal primario para el escenario 1, 4 y 5


Escenario 1			
País	Tasa de crecimiento real del producto (En porcentajes)	Tasa de interés real (En porcentajes)	Resultado fiscal primario (En porcentajes del PIB)
América del Sur			
Brasil	0,24	2,60	-1,73
Colombia	2,30	0,95	-1,21
Uruguay	1,03	-2,48	-0,01
Mexico y América Central			
Belice	1,48	3,21	-1,31
El Salvador	2,41	6,08	0,22
México	1,68	1,35	0,95
El Caribe			
Bahamas	1,29	2,38	-0,76
Jamaica	1,29	1,29	7,36
República Dominicana	5,84	5,36	0,43
Escenario 4			
País	Tasa de crecimiento real del producto (En porcentajes)	Tasa de interés real (En porcentajes)	Resultado fiscal primario (En porcentajes del PIB)
América del Sur			
Brasil	0,24	3,60	-1,73
Colombia	2,30	1,95	-1,21
Uruguay	1,03	-1,48	-0,01
Mexico y América Central			
Belice	1,48	4,21	-1,31
El Salvador	2,41	7,08	0,22
México	1,68	2,35	0,95
El Caribe			
Bahamas	1,29	3,38	-0,76
Jamaica	1,29	2,29	7,36
República Dominicana	5,84	6,36	0,43
Escenario 5			
País	Tasa de crecimiento real del producto (En porcentajes)	Tasa de interés real (En porcentajes)	Resultado fiscal primario (En porcentajes)
América del Sur			
Brasil	-0,76	3,60	-1,73
Colombia	1,30	1,95	-1,21
Uruguay	0,03	-1,48	-0,01
América Central y México			
Belice	0,48	4,21	-1,31
El Salvador	1,41	7,08	0,22
México	0,68	2,35	0,95
El Caribe			
Bahamas	0,29	3,38	-0,76
Jamaica	0,29	2,29	7,36
República Dominicana	4,84	6,36	0,43

Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Cuadro A2
Supuestos sobre la tasa de crecimiento real del producto, tasa de interés real
y resultado fiscal primario para los escenarios 2 y 3

Escenario 2								
País	Crecimiento real (En porcentajes)	Tasa de interés real (En porcentajes)	Resultado primario (En porcentajes del PIB)					
			2022	2023	2024	2025	2026	2027
América del Sur								
Brasil	1,2	2,6	-1,4	-1,1	-0,8	-0,5	-0,2	0,1
Colombia	3,3	1,0	-2,7	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-1,2
Uruguay	2,0	-2,5	-1,5	-1,2	-0,9	-0,6	-0,3	0,0
América Central y México								
Belice	2,5	1,7	2,0	2,3	2,6	2,9	3,2	3,5
El Salvador	3,4	6,1	-0,8	-0,5	-0,2	0,1	0,4	0,7
México	2,7	1,3	-0,3	0,0	0,3	0,6	0,9	1,2
El Caribe								
Bahamas	3,3	2,4	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-1,2	-0,9
Jamaica	3,3	1,3	6,2	6,5	6,8	7,1	7,4	7,7
República Dominicana	6,8	5,4	0,5	0,8	1,1	1,4	1,7	2,0
Escenario 3								
País	Tasa de crecimiento real del producto (En porcentajes)	Tasa de interés real (En porcentajes)	Resultado fiscal primario (En porcentajes del PIB)					
			2022	2023	2024	2025	2026	2027
América del Sur								
Brasil	-0,8	2,6	-1,6	-1,4	-1,3	-1,1	-1,0	-0,8
Colombia	1,3	1,0	-2,7	-2,6	-2,4	-2,3	-2,1	-2,0
Uruguay	0,0	-2,5	-1,7	-1,5	-1,4	-1,2	-1,1	-0,9
América Central y México								
Belice	0,5	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3	2,5	2,6
El Salvador	1,4	6,1	-1,0	-0,8	-0,7	-0,5	-0,4	-0,2
México	0,7	1,3	-0,5	-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,3
El Caribe								
Bahamas	0,3	2,4	-2,6	-2,4	-2,3	-2,1	-2,0	-1,8
Jamaica	0,3	1,3	6,1	6,2	6,4	6,5	6,7	6,8
República Dominicana	4,8	5,4	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0	1,1

Fuente: Elaboración propia sobre la base de cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).



En este documento se analiza la sostenibilidad de la deuda pública en los países de América Latina y el Caribe. Se incluye una revisión de la tendencia observada en los últimos años, una comparación con el caso de otras economías emergentes y en desarrollo y la estimación de la dinámica esperada de la deuda en el período 2022-2027. Para este análisis, se utilizaron modelos contables basados en la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno, los que permiten calcular la trayectoria de la deuda ante choques en la tasa de crecimiento de la economía, la tasa de interés real y el resultado primario. Estos ejercicios se realizan para nueve países de América Latina y el Caribe. Por último, se discuten la historia de los mecanismos para la reestructuración de las deudas soberanas y las políticas aplicadas para el manejo de la crisis derivada de la pandemia de enfermedad por coronavirus (COVID-19) y se proponen alternativas para la adopción de un marco institucional que dé lugar a la resolución de procesos de reestructuración de la deuda soberana.