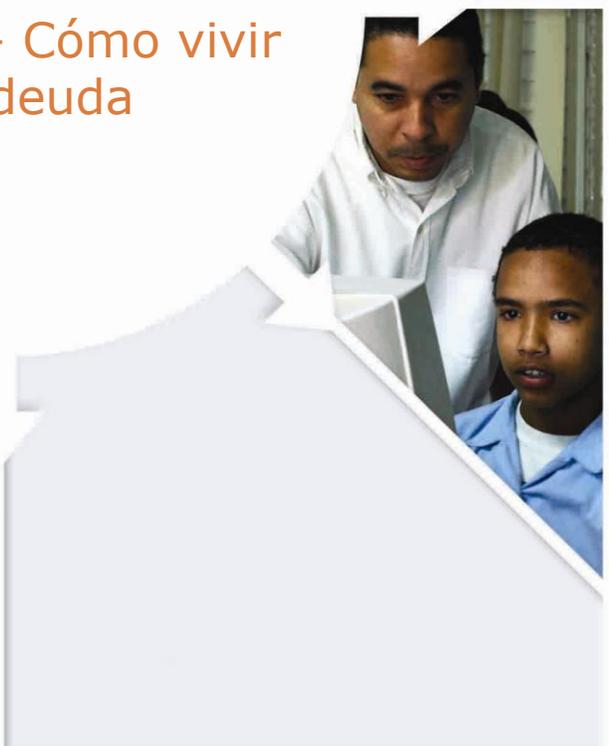
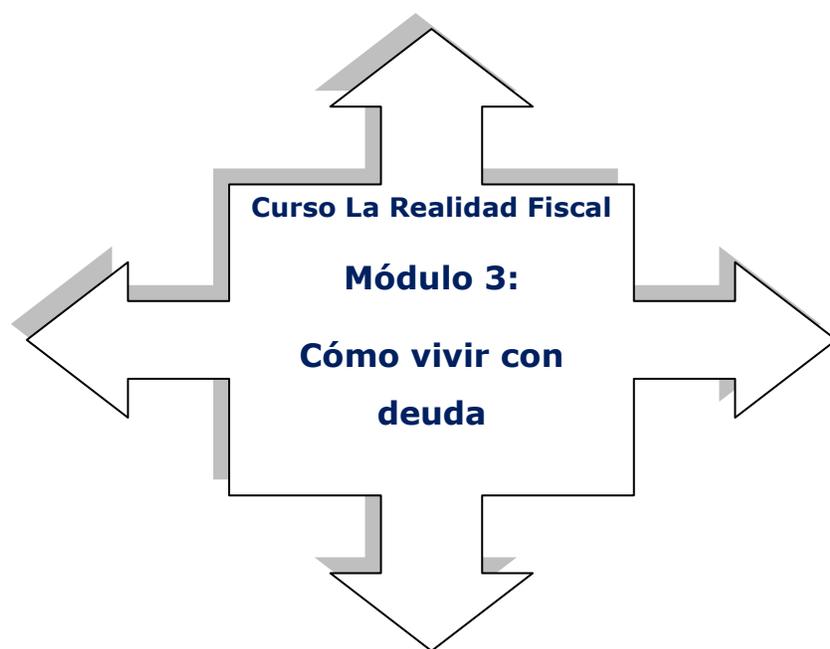




La Realidad Fiscal

Módulo 3 – Cómo vivir  
con deuda



**Director del curso**

Eduardo Lora

**Coordinador del curso**

Carlos Gerardo Molina

**Autores del módulo**

Eduardo Borensztein

Eduardo Lora

Ugo Panizza

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) es titular de todos los derechos de autor sobre la versión original de esta obra. El uso, transformación, reproducción, distribución y comunicación total o parcial de esta obra puede ser autorizado por el BID bajo los términos de una licencia, los cuales pueden consultarse en el siguiente enlace electrónico <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=36550852>. Para los efectos de la licencia dicho enlace electrónico constituye el URI (Identificador Uniforme de Recurso). Esta licencia contiene restricciones y limitaciones de responsabilidad. Para el otorgamiento de la licencia se requiere, en todo caso, de un acuerdo escrito y firmado entre el BID y el licenciatario que incorpore los términos que aparecen en el enlace electrónico antes indicado. Para más información sírvase escribir a [PID-INDES@iadb.org](mailto:PID-INDES@iadb.org)

**Nota:** Las opiniones incluidas en los contenidos corresponden a los autores de los mismos y no reflejan necesariamente la opinión del Banco y del INDES.

## Índice

Introducción .....	5
La sostenibilidad fiscal .....	12
La composición de la deuda sí importa .....	14
El papel de la banca multilateral.....	22
Los costos del incumplimiento de las obligaciones de deuda .....	27
Cómo darle mayor seguridad a la deuda .....	31
Fuentes y lecturas recomendadas.....	37

### Objetivos de Aprendizaje

- Conocer el significado de deuda pública, valorar la importancia de sus niveles y composición (estructura) en el riesgo crediticio de un país y la sostenibilidad de las finanzas públicas.
- Identificar y explicar las diferencias entre el préstamo proveniente de organismos multilaterales y el de fuentes privadas o de mercado.
- Señalar los factores que inciden en la calificación de riesgo soberano de los países.
- Establecer los elementos que permitiría limitar el riesgo del financiamiento soberano.

### Preguntas para Activar Conocimientos Previos

- ¿Qué conoce sobre la deuda pública total de América Latina y el Caribe?
- ¿Podría nombrar alguna agencia de calificación de crédito y explicar cuál es su papel?

- ¿Conoce cuáles son las fuentes principales de crédito en América Latina y el Caribe?
- ¿Podría explicar el significado de sostenibilidad fiscal?

## Introducción

La deuda oficial es uno de los instrumentos más poderosos de la política económica y, al igual que una sierra dotada de un gran motor, se puede emplear eficazmente para alcanzar objetivos fijados, pero también puede ocasionar lesiones graves. Los gobiernos pueden emitir instrumentos de deuda para:

- costear inversiones nuevas en capital humano y físico,
- influir en la distribución de los recursos de un país en el tiempo,
- responder a cambios desfavorables de la coyuntura o
- satisfacer las necesidades económicas producidas por acontecimientos excepcionales tales como crisis financieras graves o desastres naturales.

Pero el exceso de deuda pública también puede tener consecuencias negativas duraderas:

- puede crear una carga para las generaciones futuras,
- desestimular la inversión privada y
- aumentar la propensión de un país a sufrir crisis financieras o repuntes inflacionarios.

En ninguna parte del mundo, la deuda soberana ha tenido antecedentes más tremendos que en América Latina y el Caribe, pero sorprendentemente durante los difíciles momentos de la crisis financiera mundial 2008-2009, no hubo mayores problemas de deuda en la región, y cuando aún no había terminado de despejarse la situación del sector financiero en las economías desarrolladas, ya muchos países latinoamericanos podían financiarse en condiciones bastante benignas y se había despertado entre muchos inversionistas el apetito por los títulos de deuda emitidos por los gobiernos de Brasil, Colombia o Perú, para citar solo unos ejemplos.

*¿Por qué estudiar los riesgos del financiamiento soberano en este curso de problemas de desarrollo, cuando la mayor parte de la región parece haber dejado atrás su propensión a las crisis de deuda?*

Una razón es porque precisamente durante las épocas aparentemente tranquilas es cuando más fácilmente se cometen los errores que pueden dar lugar a descalabros o, de igual forma, cuando pueden tomarse las medidas para prevenir mejor los riesgos futuros. Por ejemplo, pueden desarrollarse instrumentos financieros nuevos para mejorar el perfil y las características de riesgo de la deuda oficial.

Al analizar la deuda pública es importante tener en cuenta tanto la deuda internacional como la interna. La diferencia entre los dos tipos de deuda es menos marcada de lo que era en décadas pasadas, puesto que los tenedores de bonos emitidos en mercados internos pueden ser inversionistas internacionales y los inversionistas del país pueden tener bonos emitidos en mercados internacionales. Además, instrumentos tales como los derivados crediticios se pueden emplear para distribuir el riesgo entre diversos inversionistas de manera casi instantánea, y no hay una manera práctica de hacer el seguimiento de los resultados del volumen negociado de tales derivados (el cual aumentó mucho, especialmente hasta la crisis financiera internacional). Es importante considerar la deuda gubernamental total porque concentrarse exclusivamente en la deuda externa puede llevar a deducir incorrectamente cuáles son las tendencias o el comportamiento de la deuda total.



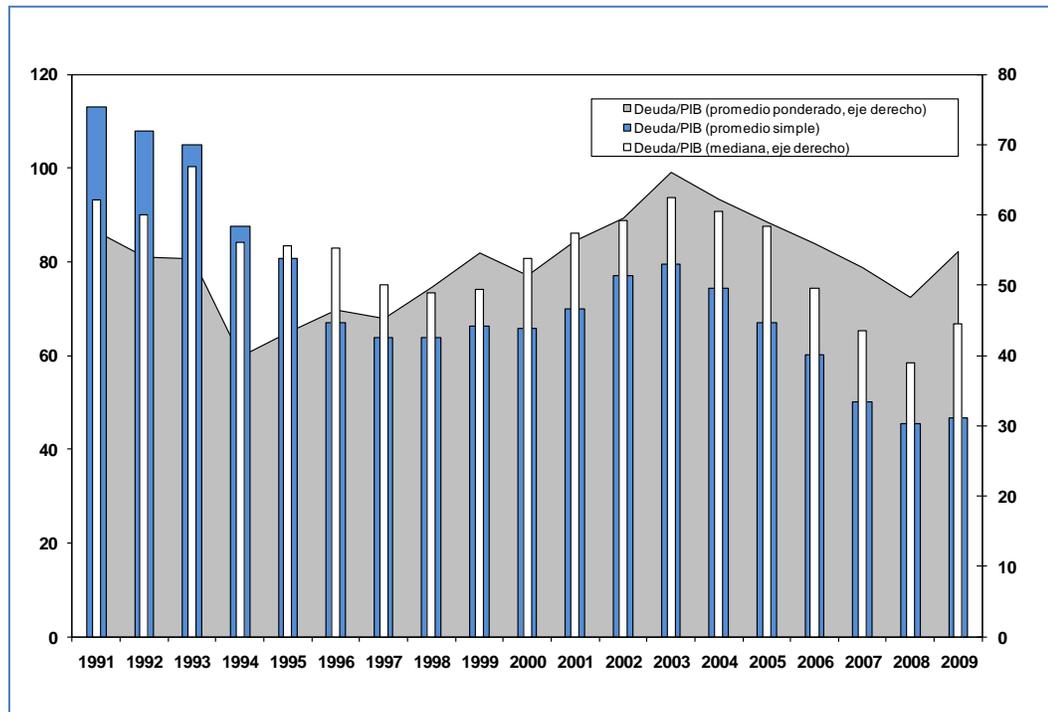
Por ejemplo, desde comienzos de la década de 1990 hasta mediados de la del 2000, muchos países reemplazaron deuda externa

por interna, pero el nivel promedio de la deuda pública total (como proporción del PIB) no cambió sustancialmente.

*Gracias al desarrollo de los mercados de capitales domésticos, la deuda interna ha ganado peso dentro de la deuda pública total en muchos países. Considerar solo la deuda externa puede llevar a conclusiones equivocadas sobre el tamaño y las tendencias de la deuda pública total de los países.*

El Gráfico 1 muestra una panorámica general de la deuda pública total en ese período, utilizando tres medidas distintas de endeudamiento agregado. Las columnas oscuras representan el promedio simple de los coeficientes de deuda de todos los países de la región. A comienzos de la década de 1990 los coeficientes de deuda eran sumamente elevados (de más de 100% del PIB). La deuda disminuyó rápidamente entre 1993 y 1997, llegando a bajar hasta 64% del PIB. Hacia finales de la década de 1990, una oleada de crisis financieras y de deuda (en el Este de Asia en 1997, Rusia en 1998, Brasil en 1999 y Argentina en 2001) condujo a un rápido aumento de la deuda (que pasó de 64% a 80% del PIB durante el período de 1998 a 2003). Posteriormente hubo una importante reducción en el endeudamiento que continuó hasta 2008, año previo a la crisis financiera mundial. Para los siete países más grandes, el coeficiente de deuda bajó del 53% del PIB en el 2003 al 32% en el 2008. Sin embargo, esa tendencia descendente fue revertida parcialmente con la crisis financiera internacional: a fines del 2009, la deuda promedio de esos siete países se había elevado a 36%.

**Gráfico 1. Deuda Pública en América Latina y el Caribe**  
(Porcentaje del PIB)



Nota: Países incluidos: Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Guyana, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay, y Venezuela.

Fuente: BID (2007) con base en [Cowan et al \(CLYPS\)](#), 2006; [Latin Macro Watch Online](#); base de datos de [The Economist Intelligence Unit](#), e información recolectada por el Banco Interamericano de Desarrollo con base a organismos oficiales de cada país.

El movimiento a la baja de comienzos de la década de los 90 fue impulsado más que nada por la reducción de la deuda en un puñado de países con niveles muy elevados de deuda. Como consecuencia de ello, la mediana de los coeficientes de deuda –es decir, el valor del coeficiente de deuda para el país que está justo en el medio de todos los países considerados– muestra una baja mucho menos pronunciada que los valores promedio, habiendo disminuido de 62% a 49% del PIB durante el período de 1991 a 1998. Por el contrario, desde 1998 hasta 2003, la deuda mediana aumentó con igual rapidez que la

deuda promedio.<sup>1</sup> A partir de 2003, hubo un descenso considerable hasta antes de la crisis financiera mundial en 2009.

La zona sombreada del Gráfico 1 muestra un promedio ponderado de la proporción de deuda a PIB. Esto le da una importancia relativamente mayor a los países grandes, porque equivale a calcular la suma total de la deuda de América Latina y dividirla por el PIB de toda la región. La relación ponderada de deuda a PIB, que llegó a registrar un nivel mínimo de 40% en 1994, ha venido aumentando desde entonces, hasta alcanzar 66% del PIB en 2003, para bajar luego a 48% del PIB en 2008, y con un repunte en 2009 de 54% debido a la crisis financiera internacional.

Hay muchas maneras de interpretar los datos que aparecen en el Gráfico 1. Una visión optimista diría que, cualquiera que sea el indicador que se tome, el endeudamiento se redujo a partir del 2003 hasta niveles muy por debajo de los de comienzos de la década de 1990. Más aún, los niveles de deuda de los últimos años resultan ventajosos en comparación con los de otras regiones, como las economías avanzadas, especialmente después de la crisis financiera internacional.

Sin embargo, una visión más cautelosa llevaría a destacar que ha habido períodos anteriores de reducción de la deuda, como los primeros años de la década de 1990, que fueron seguidos por aumentos importantes de endeudamiento e incluso por crisis de deuda en algunos países. Cualquiera que sea la visión que se tome, la deuda pública es una dimensión central de la política fiscal, de cuyo manejo depende la estabilidad de las finanzas públicas y de la economía en general. En este módulo se analizan las causas y

---

<sup>1</sup> Para los principiantes en estadística puede ser útil una explicación adicional: mediana y promedio no son la misma cosa; mientras que la primera es el valor que toma una variable para el país (o el individuo, si fuera el caso) que está justo en el punto medio de todos los países ordenados según esa variable, el promedio (simple) es el total de la variable dividido por el número de países. Las medianas representan mejor el comportamiento más común entre los países considerados. El promedio (simple) no debe confundirse tampoco con el promedio ponderado, que se explica en el párrafo siguiente.

consecuencias del endeudamiento público y se discuten las estrategias que pueden ayudar a manejar la deuda pública en forma más segura. Para los principiantes en estos temas, el Recuadro 1 define algunos conceptos básicos que se utilizan en este módulo.

### **Recuadro 1. Conceptos básicos de deuda pública**

#### **Saldo (vigente) de la deuda**

El valor desembolsado de los préstamos que aún no ha sido pagado por el deudor o perdonado por el acreedor.

#### **Deuda externa bruta vs deuda externa neta**

Deuda externa bruta es la suma del total de pasivos financieros contractuales que el sector público tiene con agentes económicos externos. Considera las variaciones cambiarias y los ajustes. Deuda externa neta es la deuda externa bruta menos los activos financieros del sector público en el exterior.

#### **Deuda interna bruta vs deuda interna neta**

La deuda interna bruta es el total de créditos pendientes de pago, pagaderos dentro del país otorgados por todos los agentes al sector público no financiero (denominados en moneda nacional o extranjera). La deuda interna neta es la deuda interna bruta menos las obligaciones totales del sistema financiero con el sector público.

#### **Flujo (neto) de deuda**

Equivale a los desembolsos de deuda menos los pagos por amortizaciones de deudas contraídas anteriormente. El flujo neto de deuda no es necesariamente igual al aumento en el saldo de la deuda, porque éste puede variar además por ajustes de valoración o por perdones de deuda.

#### **Servicio de la deuda**

Comprende los pagos del *principal* y los *intereses*. El servicio efectivo de la deuda comprende los pagos efectuados para satisfacer una obligación de deuda, incluidos el principal, los intereses y los cargos por pagos atrasados. El servicio programado de la deuda comprende los pagos, incluidos el principal y los intereses, que deben hacerse durante el plazo de vencimiento de la deuda.

**Margen de deuda**

Capacidad de endeudamiento máximo de una entidad gubernamental, según lo establecido por la constitución del estado o la autoridad legislativa.

**Calificación crediticia**

Es una expresión numérica basada en el análisis estadístico del historial crediticio de una nación para representar la solvencia de esa nación, que es la probabilidad percibida de que la nación va a pagar las deudas en forma oportuna. Las calificaciones crediticias usualmente de las agencias de calificadoras de crédito, como Standard & Poor's, Moody's y Fitch.

**Mercados de derivados crediticios**

Contratos entre dos partes que permite el uso de un instrumento derivado para la transferencia del riesgo de crédito de una parte a otra. La parte que transfiere el riesgo tiene que pagar una cuota a la parte que asumirá el riesgo.

**Futuros**

Contratos estándar, transferibles, que se cotizan en bolsa y exigen la entrega en una fecha determinada y un precio determinado de ciertos activos, como mercancías, bonos, divisas, o un paquete de acciones, Se diferencian de los forwards en que estos contienen términos contractuales estandarizados, se comercializan en un mercado formal, están bajo supervisión de entes externos y están garantizados por cámaras de compensación.

**Opciones**

Instrumentos derivados que dan el derecho, pero no la obligación, de comprar (opción de compra) o vender (opción de venta) una cantidad específica de un activo (mercancías, bonos, divisas, acciones) a un precio determinado (precio de ejercicio) durante un período determinado de tiempo.

**Instrumentos contingentes**

Un activo contingente es un activo que una empresa o una entidad pueda tener o recibir sólo si ocurre un acontecimiento futuro determinado. Los activos contingentes no se registran normalmente en un balance debido a la incertidumbre que los rodea. De otro lado, un pasivo contingente es un pasivo que una empresa o una entidad podría tener que pagar sólo si ocurre un acontecimiento futuro determinado. Los pasivos contingentes se registran

en cuentas por pagar.

### **Deuda concesionaria vs deuda comercial**

Deuda concesionaria es una deuda en condiciones mejores en tasas de interés, duración u otros términos de lo que se encuentra en el mercado libre en el cual se contraen deudas comerciales.

## **La sostenibilidad fiscal**

Hemos visto que, durante algunos períodos, los coeficientes de deuda en la región han tendido a aumentar. Estos períodos han sido relativamente cortos porque un aumento continuado del coeficiente de endeudamiento a la postre puede llevar a una crisis de deuda, es decir, a la incapacidad de pagar el servicio de la deuda y a perder el acceso a los recursos de financiamiento.

*Se dice que la situación fiscal es sostenible cuando el financiamiento del déficit fiscal no implica aumentar el coeficiente de deuda pública a PIB.*

Ésta es la versión más sencilla del concepto de sostenibilidad fiscal. En otras versiones más elaboradas se tienen en cuenta factores dinámicos y probabilísticos, que superan el nivel introductorio de este curso.

**E** Para entender el concepto básico de sostenibilidad fiscal, suponga que en una economía que tiene una tasa de crecimiento de 5% la deuda pública es el 100% del PIB. Entonces el déficit fiscal cada año puede ser hasta del 5% del PIB, porque de esa forma el saldo de la deuda aumenta 5% y, como el PIB también aumenta 5%, la relación deuda a PIB quedaría igual. En general, para que haya sostenibilidad fiscal la deuda debe crecer a una tasa que no supere la tasa de crecimiento de la economía. Supóngase ahora que la tasa de interés es 5%. Entonces, el pago de intereses de esa deuda vale el 5% del PIB,

de lo cual se deduce que en este país el balance fiscal **primario** (es decir, el balance fiscal sin incluir los pagos de intereses) tiene que estar por lo menos en equilibrio para que haya sostenibilidad fiscal, es decir el **déficit primario sostenible** es cero. El déficit primario sostenible tiene que ser mayor en la medida en que es más alto el coeficiente de deuda, más elevada la tasa de interés que se paga por la deuda, o menor el crecimiento económico.

*Para que haya sostenibilidad fiscal la deuda debe crecer a una tasa que no supere la tasa de crecimiento de la economía. El déficit primario sostenible es el déficit máximo que puede tenerse para que la deuda no aumente más rápido que el PIB.*

Que un país tenga un déficit primario insostenible significa que su coeficiente de endeudamiento público sobre PIB tenderá a aumentar con el paso de los años y con ello los recursos que deben dedicarse al pago de intereses de la deuda pública. Pero tener un déficit primario insostenible no implica necesariamente estar al borde de una crisis de deuda.

**E** Desde la crisis financiera mundial que estalló en el 2008, Estados Unidos o el Reino Unido, por ejemplo, tienen déficits fiscales insostenibles, que sólo irán corrigiendo gradualmente en el futuro. Desde comienzos de la década de 1990, Japón ha tenido, la mayor parte del tiempo, niveles insostenibles de déficit, y por lo tanto un coeficiente de endeudamiento público cada vez mayor (en el 2010 se acercaba ya a 200% del PIB), sin que haya tenido que enfrentar una crisis de deuda. Aún más, tanto Estados Unidos como Japón consiguen financiarse a tasas de interés muy bajas. Como veremos en las secciones siguientes de este módulo, eso se debe a que hay otras dimensiones de la deuda, aparte de su nivel, que son muy importantes

para que un país pueda mantener en forma estable un buen acceso a los recursos de financiamiento. En particular, importa la composición de monedas y plazos de las deudas. También importa que el país tenga a su disposición fuentes contingentes de financiamiento para superar períodos de sequía en los mercados de financiamiento. Por otro lado, no es solo una cuestión de cuáles sean los parámetros técnicos de la deuda o las fuentes de recursos financieros, sino también de la capacidad y voluntad que tenga un país para honrar sus obligaciones de deuda, lo cual depende de las condiciones estructurales de la economía y de la calidad de sus instituciones.

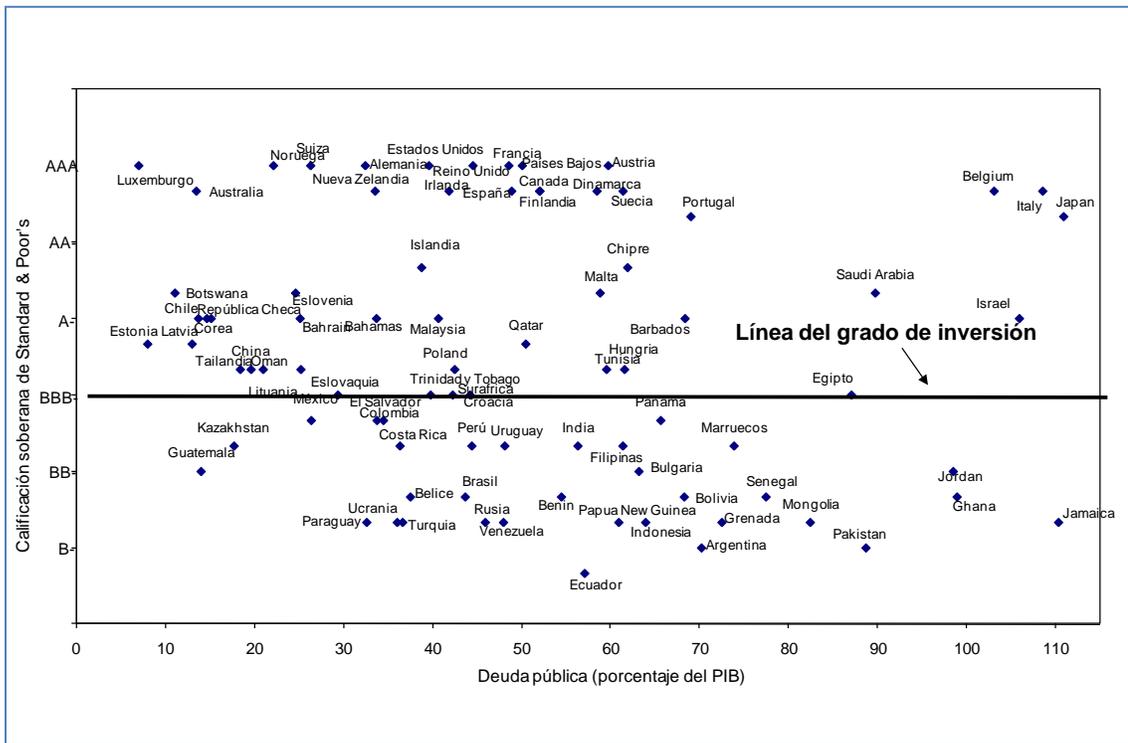
### **La composición de la deuda sí importa**

Cuando se analizan los riesgos de la deuda lo que más importa son los niveles de la misma, al menos según la creencia convencional. El argumento es que niveles más elevados de deuda hacen aumentar el riesgo de incumplimiento, debido a que la tentación de renegociar los términos de la deuda aumenta a medida que se incrementa el tamaño de la deuda (y con ella, su carga). Sin embargo, aunque los niveles de deuda ciertamente son importantes, la composición de la misma puede tener más importancia que su monto.

De hecho, hay pruebas de que los niveles de deuda no son factores determinantes de la percepción del riesgo de incumplimiento de las obligaciones crediticias por parte de los gobiernos, según la medición de la clasificación de las agencias internacionales de clasificación crediticia. Un gráfico sencillo de los niveles de deuda y la clasificación crediticia sirve para ilustrar este punto, al mostrar que existe una correspondencia débil entre las dos variables. El Gráfico 2 incluye países con una clasificación crediticia muy buena (como Bélgica, Italia y Japón) que tienen niveles de deuda de más de 100% del PIB, junto con países con niveles similares de deuda pero clasificación crediticia

bastante baja (como Ghana, Jordania y Jamaica). Al mismo tiempo, hay países con una clasificación crediticia elevada y niveles insignificantes de deuda (Luxemburgo y Australia), así como varios países con poca deuda y clasificación crediticia baja (Guatemala y Kazajstán). En este mismo sentido, las investigaciones que han explorado cómo predecir las crisis de deuda no han podido identificar ningún indicador del nivel de deuda pública que sirva de indicador claro de que hay en ciernes una crisis de deuda.

**Gráfico 2. Deuda pública y calificación soberana (1995-2005)**



Fuente: BID (2007) con base en [Jaimovich y Panizza \(2006\)](#) y [Standard and Poor's](#).

*Si los niveles de deuda no tienen tanta importancia, entonces ¿cuáles son los factores que impulsan las grandes diferencias entre unos y otros países en cuanto a los riesgos crediticios percibidos (y reales)?*

Hay tres factores principales que explican esas diferencias:

➡ Primer Factor: Relacionado con la calidad de la economía del país. Los países de ingresos bajos y medios caracterizados por una escasa diversificación, una elevada dependencia en un puñado de productos básicos (*commodities*) y elevados niveles de desigualdad del ingreso tienden a tener una base tributaria reducida e inestable, lo cual debilita su calidad crediticia.

➡ Segundo Factor: Relacionado con la calidad política e institucional del país. Los países con sistemas políticos inestables tienden a sufrir de políticas con bajos niveles de credibilidad y por ende no gozan de la confianza ni de los inversionistas del país ni de los extranjeros, los cuales exigen primas de riesgo considerables a causa de esa circunstancia.

➡ Tercer Factor: En relación a la calidad de la deuda gubernamental. Los gobiernos cuya deuda tiene una estructura riesgosa, lo que básicamente significa una elevada incidencia de deuda de corto plazo o de deuda denominada en divisas, encaran situaciones en las que el nivel de la deuda salta repentinamente en respuesta a un aumento brusco de tasas de interés, a una depreciación del tipo de cambio o a un cambio de las percepciones del riesgo país por parte de los inversionistas.

*El riesgo crediticio de un país no depende del tamaño de la deuda pública, sino de la composición de esa deuda y de algunas características estructurales de la economía y las instituciones políticas del país.*

Los tres factores tienen a reforzarse entre sí. Los países con niveles elevados de inestabilidad macroeconómica tienden a tener coaliciones políticas más débiles, lo cual, a su vez, se manifiesta en políticas imperfectas que hacen aumentar aún más la inestabilidad macroeconómica. Además, a medida que la inestabilidad económica y política hace aumentar el riesgo país, los inversionistas proporcionan crédito de manera intermitente y se muestran reacios a suscribir contratos nominales de largo plazo, prefiriendo en cambio extender préstamos bien sea de corto plazo o bien en divisas, aumentando así más aún el riesgo generado por la deuda. A su vez, ello hace aumentar la inestabilidad económica y política.

Hay un ejemplo que puede servir para ilustrar la importancia de la calidad de la deuda. Cada vez que se produce una crisis de deuda, diseñadores de políticas, los inversionistas y la comunidad internacional se hacen la misma pregunta: “¿Cómo fue que la deuda del país X llegó a ser tan elevada?”. La explicación que parece más obvia es, por supuesto, el déficit fiscal, ya que la diferencia entre los gastos y los ingresos del sector público normalmente es cubierta mediante nuevo endeudamiento. Pero ese nuevo endeudamiento, o “flujo neto” de deuda usualmente no explica todos los cambios del “saldo de la deuda”. Sorprendentemente, en los países latinoamericanos explica muy poco!

Para entender cómo es posible tal cosa, conviene ver tres ejemplos.



### Ejemplo 1: Brasil

En diciembre de 1998, la proporción de deuda neta a PIB de Brasil era de aproximadamente 42% del PIB, pero para enero de 1999 esa relación había superado 51% del PIB. ¿Habría sido posible que el gobierno brasileño haya generado un déficit de casi 10% del PIB en apenas un mes? Pareciera muy poco probable.



### Ejemplo 2: Argentina

La proporción de deuda a PIB de Argentina en 2001 se mantuvo apenas por encima de 50% del PIB, y para 2002 la deuda del país había rebasado ampliamente el 130% del PIB. Por el contrario, en 2004 la deuda de Argentina totalizó 140% del PIB, pero para finales de 2005 la deuda del país había bajado a 80% del PIB. ¿Habría sido verdaderamente posible que el gobierno de Argentina generara un déficit de 80% del PIB en un año y un superávit de 60% del PIB menos de dos años después?



### Ejemplo 3: Uruguay

Uruguay es un tercer caso que a primera vista es intrigante. En marzo de 2002, la relación de deuda a PIB de Uruguay era de 55%, pero para finales de 2003 se había disparado a 110% del PIB. ¿Acaso las autoridades uruguayas generaron un déficit de 55% del PIB en menos de dos años?

*Los grandes aumentos de la deuda no suelen deberse al déficit fiscal, sino a problemas de composición de la deuda existente, tales como estar denominada en su mayor parte en dólares o ser de muy corto plazo. Las crisis bancarias y las deudas contingentes no reconocidas son otras dos causas de súbitos aumentos de los coeficientes de deuda.*

Evidentemente, tales saltos de la deuda no se deben a déficit presupuestarios corrientes. En el caso de Brasil, el incremento repentino del monto de la deuda fue producto de la devaluación de la moneda que se produjo tras el abandono del Plan Real: como parte muy importante de la deuda estaba en dólares, pasó a valer más. En el caso de Uruguay, la deuda aumentó considerable y bruscamente debido tanto a una devaluación de la moneda (que llevó a un aumento de la proporción de deuda a PIB de aproximadamente 40 puntos porcentuales) como a que el gobierno expidió obligaciones de deuda para hacerse cargo de pasivos del sistema bancario en crisis (con un costo aproximado 18% del PIB). En el caso de Argentina, las causas son similares pero aún más complejas.

Entre unos y otros países en las últimas décadas en América Latina y el Caribe, los cambios en la deuda no explicados por el flujo neto de endeudamiento varían entre 3% y 5% del PIB por año, claramente un valor residual nada desdeñable. En el Gráfico 3 se descompone el aumento de la proporción de deuda a PIB en cinco componentes: inflación, crecimiento del PIB real, déficit fiscal (descompuesto entre déficit primario y pagos de intereses), y un residuo no explicado (que a menudo se denomina ajuste entre flujos y saldos). El gráfico muestra datos correspondientes al período de 1995 a 2005 de las siete economías más importantes de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela). El ajuste entre flujos y saldos tiende a ser muy grande en tiempos de crisis o poco después de ellas. En especial, fue muy elevado en los dos años siguientes a la crisis del Tequila (1995-96), en el año de la crisis rusa (1998) y en el año de la devaluación en Brasil (1999), y alcanzó niveles estratosféricos durante la crisis argentina (2002-04). Notoriamente, el ajuste entre flujos y saldos ha sido básicamente nulo (y hasta negativo) durante años tranquilos, como 1997 y 2005.

Si ese residuo, que hemos llamado ajuste entre flujos y saldos, es tan importante, entonces también lo son sus factores determinantes, los cuales se pueden agrupar en tres conjuntos de variables:

➡ Variables relacionadas con los pasivos contingentes y los "esqueletos", que a menudo responden a déficit pasados que no se cuantificaron adecuadamente. Una implicación de política es que es muy importante tener un buen sistema contable que pueda hacer el seguimiento de los pasivos tan pronto como se generen.

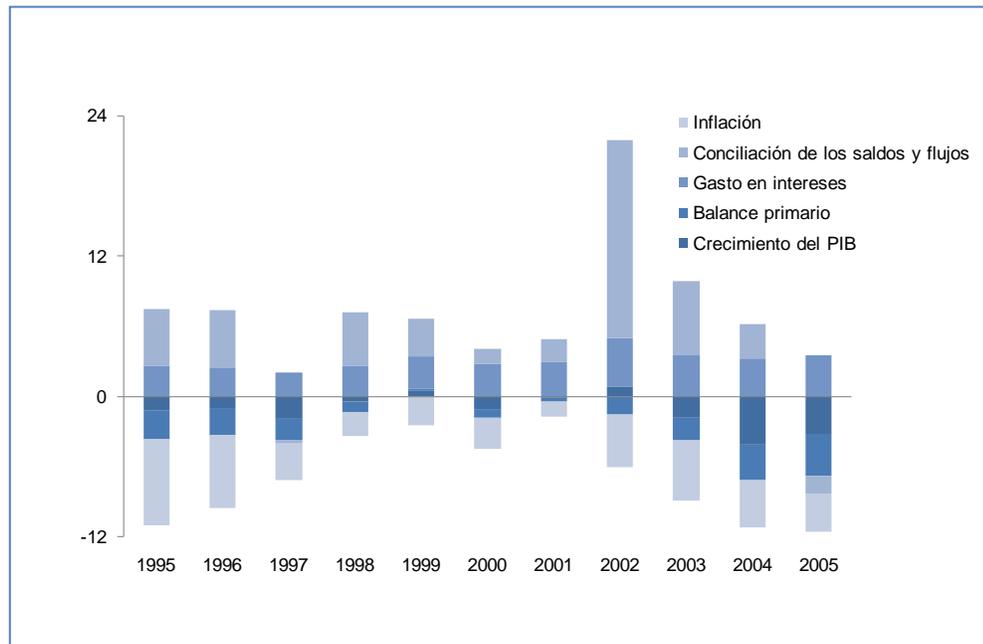
➡ Variables relacionadas con la resolución de las crisis bancarias, que a menudo tienen un costo fiscal extremadamente grande.

➡ Variables relacionadas con la composición de la deuda, una depreciación de la moneda nacional eleva el valor de las deudas contraídas en dólares, u otras monedas. Un país puede tener una política fiscal brillante, un presupuesto totalmente transparente, sin esqueletos ni pasivos contingentes, y un sistema bancario extremadamente seguro; no obstante, si su deuda está denominada principalmente en divisas y el tipo de cambio real es muy inestable (como suele ser el caso en los mercados emergentes), entonces la proporción de deuda a PIB probablemente será muy inestable y esté sujeta a explosiones de la deuda. En este sentido, la estructura de monedas de la deuda pública es realmente clave para evitar crisis de deuda.

*Dada la gran importancia de la estructura de la deuda, cabe preguntarse si la forma de tomar las decisiones al respecto es la más conveniente.*

El arreglo usual consiste en que el Congreso, después de un proceso de negociaciones políticas con el Ejecutivo, establece un presupuesto y autoriza unos montos de endeudamiento público, pero deja a discreción del Ministerio de Finanzas y su equipo técnico las decisiones sobre la estructura de monedas y plazos de la deuda. El problema es que a menudo estas decisiones se toman con el objetivo de minimizar el costo del endeudamiento en el corto plazo, lo que puede generar incentivos perversos para la emisión de demasiada deuda de bajo costo y mucho riesgo de mediano plazo (por ejemplo, si hay una depreciación importante de la moneda durante la vida de un préstamo). Aunque no sería recomendable que estas decisiones pasaran por un proceso de discusión política, sí es necesario que las decisiones de endeudamiento consideren el balance entre costos y riesgos durante la duración de los préstamos y que se exija al Ministro de Finanzas información pública y rendición de cuentas sobre esas decisiones. Los bancos centrales y los analistas económicos independientes pueden jugar un papel de vigilancia muy importante. La buena noticia es que durante la década del 2000 varios países latinoamericanos mejoraron la estructura de monedas y plazos de sus deudas, lo que contribuyó a evitar crisis de deuda en la región durante la crisis financiera internacional de 2008-2009.

**Gráfico 3. Descomposición de la deuda en las siete economías más grandes de América Latina**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: BID (2007) con base en [Campos, Jaimovich y Panizza \(2006\)](#).

## El papel de la banca multilateral

El crédito multilateral a los países latinoamericanos—que proviene de organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, y la Corporación Andina de Fomento, principalmente—, nunca ha dejado de ser importante para la región, y no sólo por los recursos en efectivo que aporta. Otra fuente importante de recursos oficiales han sido los préstamos bilaterales, especialmente los que han prestado entidades oficiales como el Eximbank de Estados Unidos a algunos gobiernos de la región.

Desde comienzos de la década de 1960 hasta la crisis de la deuda de la década de 1980, las fuentes oficiales de crédito perdieron importancia frente al auge de los créditos de bancos extranjeros que reciclaban los excedentes de los países petroleros y estaban

beneficiándose de las laxas políticas monetarias de Estados Unidos (véase Gráfico 4). Con la crisis de la deuda, se secó el crédito bancario y, hasta 1989, el crédito de fuentes oficiales ganó rápidamente debido a la carencia de otras fuentes. En parte como consecuencia de las reestructuraciones de las deudas bancarias gracias al Plan Brady<sup>2</sup>, y luego a través de nuevas emisiones, la deuda en forma de bonos aumentó considerablemente a partir de 1990, y con ello la participación de las fuentes oficiales en la deuda externa soberana se estabilizó en aproximadamente la tercera parte. Durante la segunda mitad de la década del 2000, las menores necesidades de financiamiento y el mejor acceso de muchos gobiernos latinoamericanos a los mercados de bonos permitieron que se redujera la participación del financiamiento oficial. Sin embargo, la agudización de la crisis financiera mundial a partir de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 revivió la importancia de los organismos multilaterales para muchos países de la región.

*Los organismos multilaterales otorgan préstamos principalmente, aunque no exclusivamente, a los gobiernos y otras entidades que cuentan con garantía de los gobiernos.*

Los montos de los créditos dependen mucho del tamaño de las economías receptoras. Las siete economías más grandes de América Latina representan 90% del PIB de la región y recibían cerca del 80%

---

<sup>2</sup> A comienzos de los ochenta muchos países que se habían endeudado en exceso aprovechando las bajas tasas de interés de los años anteriores empezaron a tener problemas para cumplir con sus obligaciones de deuda. En todo el mundo, más de 40 países tuvieron incumplimientos entre 1982 y 1987. Después de diversos intentos fallidos de reestructuración de las deudas de estos países, en 1989, Nicholas Brady, secretario del Tesoro de los Estados Unidos propuso un plan para cambiar las deudas vigentes por deudas a más largo plazo, con un recorte de su monto y tasas de interés moderadas. En los seis años siguientes, deudas por más de 200 mil millones de dólares fueron convertidas a estos nuevos títulos, denominados "bonos Brady", sentando así las bases para la recuperación de los mercados internacionales de deuda para los países en desarrollo.

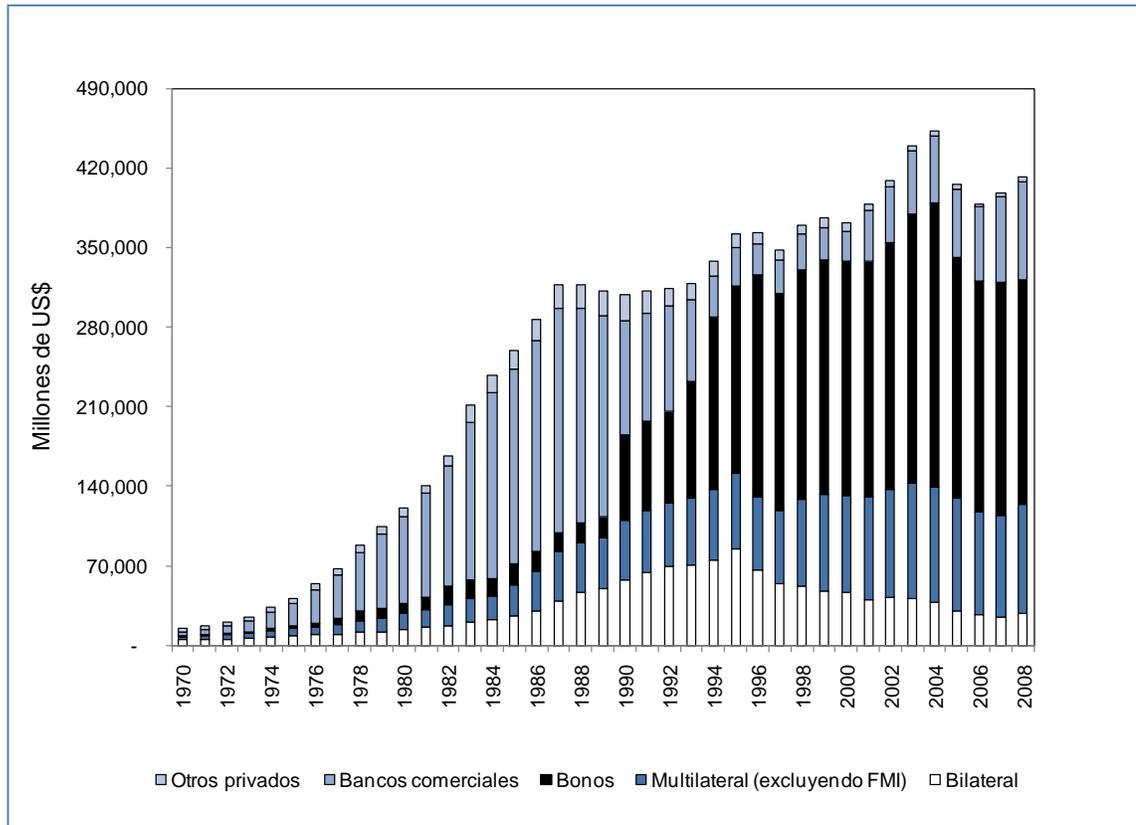
del saldo de préstamos multilaterales para 2004. Chile es, en cierta medida, una excepción, dado que representa 4% del PIB de la región pero recibe apenas 1% del crédito multilateral. El financiamiento privado externo también se concentra en un 87% en las siete economías más grandes de la región.

*¿En qué es distinto el crédito que le prestan los bancos multilaterales a los gobiernos?*

Hay varias diferencias entre el préstamo multilateral y el que viene de fuentes privadas o de mercado:

➔ **Las multilaterales y los acreedores del sector privado tienen objetivos distintos.** La motivación del sector privado es la utilidad, mientras que las entidades acreedoras multilaterales tienen el objetivo general de promover el desarrollo y el bienestar social en los países receptores de los préstamos. Esto puede llevar a las multilaterales a otorgar más préstamos en apoyo de proyectos de desarrollo, a otorgar préstamos en entornos más riesgosos y a prestar más que los acreedores privados en épocas difíciles. Por este motivo, las entidades multilaterales pueden actuar de manera anticíclica, mientras que es más probable que los acreedores privados actúen cíclicamente.

**Gráfico 4. Saldos de deuda externa soberana de América Latina**



Fuente: Banco Mundial (2010). [Global Development Finance online](http://Global.Development.Finance.online).

*Como la banca multilateral tiene objetivos de desarrollo, no de ganancia, es más posible que preste en forma anticíclica, a diferencia de los acreedores privados. Más aun, los préstamos de la banca multilateral pueden proporcionar incentivos para que los inversionistas privados también otorguen préstamos al país.*



**Es más probable que el crédito multilateral caiga víctima de la influencia política que el crédito privado.** La mayoría de las organizaciones multilaterales se rigen por juntas directivas en las que tienen mucha influencia los países más ricos, que en ocasiones se hacen sentir en las prioridades de crédito y su asignación entre unos países y otros.

 *Desde el punto de vista del deudor, los préstamos multilaterales se pueden considerar costosos en términos de los trámites burocráticos y las condiciones que conllevan (cuando el deudor considera esto último como una carga) pero más baratos en términos de los intereses que se cobran.* El

endeudamiento de una multilateral por lo general conlleva conversaciones detalladas sobre el uso que se le pretende dar a los fondos y las condiciones que deben cumplirse para su desembolso (por ejemplo, reformas de política o cambios institucionales). En préstamos del Fondo Monetario Internacional, e incluso algunos préstamos para apoyar reformas económicas ambiciosas, el entorno macroeconómico es objeto de especial atención en estas conversaciones. Por otro lado, un bono puede tener una tasa de interés más elevada que un préstamo de una multilateral, y si bien puede haber costos administrativos y legales vinculados con una emisión de bonos que hay que pagar, los mismos pueden resultar menos costosos en términos del tiempo que deben dedicarle los funcionarios de mayor jerarquía. Como consecuencia, cuando los países tienen acceso a fondos privados relativamente baratos, los funcionarios pueden preferir endeudarse con el sector privado, pero cuando las condiciones son menos favorables y aumentan los diferenciales de tasas de interés del sector privado, vale la pena soportar los trámites burocráticos y las condiciones adicionales para obtener los menores costos que conlleva el endeudamiento con las multilaterales. En épocas de dislocaciones graves del mercado, los fondos de las multilaterales pueden ser los únicos disponibles.

 *Los préstamos de la banca multilateral pueden ser catalíticos, es decir, que pueden proporcionar incentivos para que los inversionistas privados también otorguen préstamos al país.* Una razón es que los inversionistas privados suelen ser conscientes de que las multilaterales disponen de mejor información sobre los elementos económicos fundamentales del país. También pueden reconocer que las entidades multilaterales están en capacidad de influir sobre las políticas económicas del país deudor a través de los préstamos. En momentos de escasez de recursos de mercado, los recursos de las multilaterales pueden ser cruciales para disipar los temores de que los gobiernos no puedan cumplir sus obligaciones con los acreedores privados por falta de liquidez disponible en sus reservas internacionales. Como lo demostró en forma fehaciente la experiencia de 2008-2009, para disipar esos temores puede bastar con que las multilaterales, y en particular el Fondo Monetario Internacional, anuncien que tienen disponibles recursos abundantes para apoyar a los países con problemas de liquidez. Desaparecido el temor, puede no ser necesario utilizar en forma efectiva esos recursos.

### **Los costos del incumplimiento de las obligaciones de deuda**

El “punto de incumplimiento” para una compañía privada se alcanza cuando las obligaciones de deuda igualan el valor total de mercado de sus activos, es decir, cuando el patrimonio de la compañía llega a cero. Hallar el punto de incumplimiento de la deuda de un deudor soberano es mucho más complicado, porque los activos de un gobierno, que incluyen, por ejemplo, la capacidad de recaudar impuestos, no tienen un valor observable de mercado. Además, por lo general, los gobiernos no dejan de pagar pensiones ni desbandan sus fuerzas armadas con el

objeto de cumplir con sus pagos por concepto de servicio de la deuda, y no se espera que lo hagan.

Por otro lado, los derechos de los acreedores se pueden hacer cumplir de manera menos eficaz en el caso de la deuda soberana que en el caso de deudas privadas. Si una compañía privada se hace insolvente, las autoridades legales disponen de los medios para hacer cumplir los reclamos de los acreedores contra los activos de la compañía, incluso si dichos activos pueden no ser suficientes para cubrir la totalidad de la deuda. Por el contrario, en el caso de la deuda soberana, pese al hecho de que, por lo general no cabe confusión alguna sobre el reclamo o sobre la autoridad legal que debe decidir el caso, la capacidad de hacer cumplir las disposiciones legales se limita a incautar los activos que el país deudor pueda tener en la jurisdicción legal del acreedor.

*El cumplimiento de las obligaciones de deuda soberana depende no solo de la “capacidad de pago”, sino ante todo de la “disposición a pagar”.*

Ahora bien, ¿de qué depende esa disposición? En teoría al menos, puede plantearse que el deudor soberano calcula el costo que implica incumplir y lo compara con la carga del servicio de su deuda para decidir si cumple o no con sus obligaciones de deuda. Por lo tanto, los incumplimientos son producto de una decisión estratégica para obtener una ganancia económica, más que el resultado de una situación legítima de insolvencia. Como consecuencia de ello, suele considerarse que los cuantiosos costos del incumplimiento son el mecanismo que hace posible la deuda soberana. De lo contrario, ¿qué razón podrían tener los deudores soberanos para pagar sus deudas? Si no tuvieran que acarrear con algún tipo de costo en caso de un

incumplimiento, ningún inversionista estaría dispuesto a prestarles dinero en lo absoluto.

Esta es la teoría, pero resulta que este comportamiento estratégico no concuerda con lo que ocurre en la realidad, excepto en muy raras ocasiones. Para que la hipótesis del incumplimiento estratégico tenga sentido debería observarse que los incumplimientos se producen en momentos oportunos, cuando los países gozan de una posición financiera sólida y no anticipan la necesidad de financiamiento en el futuro cercano. En la realidad, la mayor parte de los incumplimientos ocurren después de que la economía ha entrado en una grave recesión y han fallado todas las medidas que tienen a su disposición los gobiernos para evitarlos. Es decir, casi sin excepción, los incumplimientos se producen cuando el gobierno ha alcanzado una condición que cabe describir como de insolvencia soberana.<sup>3</sup>

Si bien los incumplimientos pueden implicar costos adicionales y acceso limitado al financiamiento, e incluso caída de las exportaciones e importaciones, tales costos tienden a ser pasajeros. El hecho de que se produzcan crisis antes de los incumplimientos y de que la recuperación se inicie poco después de ellos hace pensar más bien que los deudores soberanos aplazan demasiado la decisión de reestructurar sus deudas.

*La pregunta es ¿por qué incurren en costos que podrían evitar reestructurando antes?*

---

<sup>3</sup> Ecuador a partir del 2008 es posiblemente el único caso de incumplimiento en la historia moderna en el que el país no tenía ninguna dificultad para pagar si hubiera querido. Están por verse las implicaciones de esa decisión para el acceso de Ecuador u otros países a los mercados financieros mundiales.

Una explicación posible es que los políticos están más interesados en sí mismos y en las repercusiones que una decisión de incumplimiento pueda tener en sus carreras. De hecho, las estadísticas demuestran que a continuación de un incumplimiento de deuda se produce una rotación política acelerada. Pero otra interpretación posible es que, aunque un incumplimiento estratégico puede ser muy costoso en términos de reputación, razón por la cual rara vez ocurren, los incumplimientos “inevitables” conllevan apenas una pequeña pérdida de reputación. Por lo tanto, las autoridades económicas optan por postergar el incumplimiento para asegurar que haya un consenso amplio en el momento en que éste ocurre, de forma que quede claro que la decisión es inevitable y no estratégica.

*Los incumplimientos de deuda rara vez tienen por objeto aprovecharse de los acreedores para beneficio del gobierno endeudado. Antes bien, casi sin excepción tienden a postergarse hasta cuando ya no hay otra opción posible, con graves daños para la economía y las finanzas públicas.*

Estas dos interpretaciones tienen implicaciones de política muy distintas. Si el problema está en que los políticos se preocupan más de sí mismos que del interés general, sería preciso reformar el proceso de diseño de políticas. Pero si el problema está en que los políticos demoran el incumplimiento para poder garantizar que los mercados perciban la naturaleza inevitable del incumplimiento, entonces parte de la solución consistiría en informar mejor y más oportunamente sobre las dificultades que enfrentan los países para poder pagar sus deudas. Para este propósito sería útil algún sistema de veeduría internacional para juzgar si los países tienen o no capacidad de pago. Aunque las agencias internacionales de calificación de riesgo podrían cumplir este papel, no han sido muy eficaces.

## Cómo darle mayor seguridad a la deuda

*¿De qué manera pueden los países reducir los riesgos del financiamiento soberano?*

En primer lugar, deben limitar la acumulación de deuda adoptando políticas fiscales prudentes. Pero debido a que todos los países tienen ya ciertos saldos de deuda, las políticas fiscales prudentes son sólo parte de la respuesta. La gestión de la deuda tiene su importancia y una estructura de deuda más segura puede reducir considerablemente los riesgos del financiamiento soberano.

Hay dos fuentes principales de vulnerabilidad:

- la denominación de la deuda (deuda en divisas) y
- el vencimiento de la deuda (deuda de corto plazo).

Las políticas concebidas para reducir esas vulnerabilidades se complican porque puede suceder que esos dos elementos se contrarresten mutuamente. Por ejemplo, para poder pasar a deuda en moneda nacional a menudo es preciso emplear instrumentos de vencimientos cortos. Los instrumentos indexados a la inflación brindan una alternativa que puede ayudar a mejorar los términos de la compensación entre la denominación y el vencimiento, dado que puede ser posible emitir a costo moderado instrumentos de largo plazo indexados según la inflación, ya que tales instrumentos protegen a los inversionistas del riesgo de la inflación. Un cierto temor a que estos instrumentos contribuyan a una indexación más generalizada de salarios y precios (o a manipular las estadísticas de inflación) hace que los gobiernos (o los mercados) desconfíen de ellos. Aún así hay ejemplos de éxito, como son los casos de Brasil o Chile.

La gran inestabilidad de las economías emergentes y de los mercados financieros mundiales es un argumento para incorporar en los contratos de deuda disposiciones contingentes que permitirían una distribución más eficiente del riesgo. Se trata de instrumentos que ofrecen réditos menores durante épocas difíciles y réditos mayores durante los buenos tiempos. Por lo tanto resultan más seguros para los inversionistas y brindan a los gobiernos la oportunidad de manejar mejor su política fiscal durante el ciclo económico. Los pagos por concepto de intereses se pueden indexar a los precios de los productos básicos (*commodities*) o a la tasa de crecimiento del PIB. Otra opción es obtener cobertura contingente directamente de los mercados financieros internacionales mediante el uso de contratos de derivados. Sin embargo, en la práctica, muchos mercados de futuros y de opciones carecen de la profundidad y liquidez suficientes, y por lo tanto ofrecen un ámbito limitado para el aseguramiento. La falta de mercados de instrumentos contingentes se hace sentir más en el caso de hechos tales como los altibajos de los ingresos por concepto de turismo, huracanes y demás desastres naturales. Pero también en este campo hay importantes avances.

**E** A mediados de la década del 2000 México colocó con éxito un bono contingente a la ocurrencia de terremotos en tres zonas geográficas de alto riesgo. Por su parte los países del Caribe cuentan con una facilidad de préstamo para riesgos catastróficos conocida como la CCRIF, por sus siglas en inglés (*Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility*). En enero de 2010, CCRIF otorgó a Haití la suma de 8 millones de dólares como resultado del terremoto que afectó fuertemente a Puerto Príncipe.

*Debido a la inestabilidad de sus ingresos externos y su vulnerabilidad a los desastres naturales, los países pequeños se beneficiarían mucho de sistemas de aseguramiento y de instrumentos de crédito contingente.*

No obstante, en cualquier forma de seguro hay que superar un obstáculo político fundamental. Debido a que en general hay que pagar costos por adelantado, mientras que los réditos pueden no verse en muchos años, es fácil que gastar en seguros sea objeto de crítica y debate político y que, por consiguiente, los políticos prefieran no suscribir este tipo de contratos. La comunidad internacional puede ayudar a superar este obstáculo promoviendo estudios y divulgando información sobre los beneficios de estos instrumentos.

El desarrollo de mercados internos de bonos es otro componente clave de una estrategia de financiamiento soberano más segura. Esos mercados ofrecen un potencial de demanda importante de títulos de deuda que puede ayudar a diversificar fuentes de financiamiento y a compensar la inestabilidad propia de los mercados internacionales. Además, los mercados nacionales son un campo natural para la deuda denominada en moneda del país. Sin embargo, existe el riesgo de que los gobiernos traten de capturar los recursos de inversionistas institucionales tales como los fondos de pensiones imponiendo cuotas de inversión u obligándolos por otros medios a adquirir los títulos de deuda. Por supuesto, esto desalienta el desarrollo de estos sistemas institucionales de ahorro y de los mercados de capitales domésticos.

Durante la crisis financiera internacional de 2008-2009, la intervención del Fondo Monetario Internacional y de la banca multilateral fue muy efectiva para evitar crisis de deuda soberana en América Latina. Esta experiencia demostró que los créditos de rápido desembolso y el acceso asegurado a líneas de liquidez pueden desactivar los temores de incumplimiento que, de otra forma, podrían convertirse en profecías

autocumplidas. Estos mecanismos funcionan de una manera muy parecida a un banco central que extiende préstamos a las instituciones financieras del país con el objeto de prevenir posibles corridas bancarias. Si estos mecanismos se consolidan y se vuelven suficientemente confiables para los países que cuentan con buenos fundamentos macroeconómicos, pueden ayudar a reducir la acumulación de reservas internacionales, que en las décadas de 1990 y 2000 fue el mecanismo de defensa más importante de los países frente a posibles cambios en la oferta financiera internacional. Ésta es una estrategia en general onerosa y siempre ineficiente de aseguramiento.

Los organismos financieros internacionales también pueden impulsar reformas destinadas a limitar el riesgo del financiamiento soberano, de la siguiente manera:

- promoviendo el desarrollo de mercados de instrumentos en moneda nacional y nuevos instrumentos de deuda contingente de varias maneras.
- brindando asistencia para reducir, o financiar, los costos iniciales de poner en funcionamiento nuevos mercados y de atraer nuevos inversionistas, incluso mediante la emisión de sus propios instrumentos de deuda.
- ampliando el menú de sus propios préstamos a los países miembros ofreciendo préstamos en moneda nacional y mecanismos contingentes.



## Conceptos claves

- Promedio (simple), mediana y promedio ponderado
- Coeficiente de endeudamiento
- Sostenibilidad fiscal
- Déficit fiscal primario sostenible
- Composición de la deuda por origen (externa, interna), por monedas, por plazos y por tipo de acreedor (oficial, privado)
- Banca multilateral
- Flujo neto de endeudamiento y saldos de deuda
- Calificación de riesgo de la deuda



## Preguntas de Repaso

1. Reconstruya la argumentación de la sección sobre sostenibilidad fiscal suponiendo que la deuda pública es el 20% del PIB: ¿Cuánto es en este caso el déficit fiscal primario sostenible?.
2. Suponga ahora que la tasa de interés es 10% y el crecimiento es sólo 2%. ¿Cuánto es el déficit fiscal primario sostenible?
3. Explique por qué el aumento en el saldo de la deuda no es igual al flujo neto de endeudamiento.
4. Explique por qué las deudas en dólares representan un riesgo.
5. ¿Qué factores inciden en la calificación de riesgo soberano de los países y por qué?
6. ¿Cuáles son las grandes diferencias de comportamiento entre las multilaterales y los acreedores privados?



### **Temas de estudio adicional y discusión**

1. Escriba un breve ensayo sobre los factores que generaron el aumento de la deuda en Argentina entre 2001 y 2002, y su reducción entre 2004 y 2005.
2. Escriba un breve ensayo sobre los cambios en la estructura de la deuda (por origen, monedas y tipo de acreedor) a partir de 1990 en un país de la región.
3. Escriba un breve ensayo sobre las políticas de manejo de deuda por parte de los gobiernos latinoamericanos que contribuyeron a evitar que la crisis financiera internacional generara crisis de deuda en la región.
4. Escriba un breve ensayo sobre las acciones que tomaron los organismos multilaterales para contener los efectos de la crisis financiera internacional sobre las economías emergentes, en particular las de América Latina.
5. ¿Qué tipo de mecanismos se han diseñado e implementado para mantener niveles de deuda pública sostenibles en América Latina? ¿Qué tan efectivos han sido?
6. Discuta qué impacto ha tenido la implementación de estos mecanismos en la estabilidad macroeconómica de estos países.

## Fuentes y lecturas recomendadas

Este módulo se basa en el informe del BID coordinado por Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yetati y Ugo Panizza "[Vivir con Deuda: Cómo contener los riesgos del endeudamiento público](#)" (Banco Interamericano de Desarrollo, David Rockefeller Center for Latin American Studies, 2007). Allí se desarrollan en mayor detalle los temas tratados en este módulo y se presenta una muy breve reseña de la evolución de la deuda por países.

Para una visión panorámica de la evolución reciente y algunos de los problemas de composición de la deuda pública en los países en desarrollo, se pueden ver los artículos de Ugo Panizza, "[Domestic And External Public Debt In Developing Countries](#)", UNCTAD, Documento de Discusión N°. 188, 2008, y "[The External Debt Contentious: Six Years after the Monterrey Consensus](#)", UNCTAD, G-24 Discussion Paper No. 51, 2008.

El capítulo de Yuefen Li, Rodrigo Olivares Caminal y Ugo Panizza, "[Avoiding Avoidable Debt Crises: Lessons from Recent Defaults](#)" del libro [Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will this Time Be Different?](#), editado por Carlos Primo Braga y Gallina A. Vincelette (Washington DC, Banco Mundial, 2010), es una excelente reseña de las experiencias recientes de incumplimiento.

Para un análisis crítico sobre las agencias de calificación crediticia, se recomienda el artículo de Marwan Elkhoury "[Credit Rating Agencies And Their Potential Impact On Developing Countries](#)", UNCTAD, Documento de Discusión N°. 186, 2008.

Un excelente análisis de las experiencias de alivios de deuda para los países pobres altamente endeudados (HIPIC, por las siglas en ingles) es el libro [Debt RElief and Beyond, Lessons Learned and Future](#)

[Challenges](#), editado por [Carlos Primo Braga](#) y [Doerte Doemeland](#) (Banco Mundial, 2009).

Los análisis de sostenibilidad de deuda son toda una industria, a la que solo deben meterse quienes entienden de estadística. Para estos lectores se recomienda el artículo de Eduardo Cavallo "[Debt Management in Latin America: How Safe is the New Debt Composition](#)", Banco Interamericano de Desarrollo, Documento de Políticas N°. 109, 2010.

### **Fuentes Técnicas**

Los datos sobre deuda pública, están basados, hasta 2006, en el artículo de Kevin Cowan y Ugo Panizza "Government and Corporate Bonds in Latin America: A Summary of the Country Studies", Banco Interamericano de Desarrollo, Documento Mimeografiado, 2006; y de 2006 en adelante, en [Latin Macro Watch Online](#) del Banco Interamericano de Desarrollo, la base de datos de [The Economist Intelligence Unit](#), e información recolectada por el Banco Interamericano de Desarrollo con base a organismos oficiales de cada país.

**La composición de la deuda sí importa:** Los datos sobre clasificación crediticia se basan en el artículo de Dany Jaimovich y Ugo Panizza "[Public Debt around the World: A New Dataset of Central Government Debt](#)", Banco Interamericano de Desarrollo, Documento de Trabajo N°. 561, así como en [Standard and Poor's](#). Los datos sobre la descomposición de la deuda en las siete economías más importantes de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela), en el periodo de 1995 a 2005, están basados en el estudio de Camila Campos, Dany Jaimovich y Ugo Panizza "The Unexplained Part of Public Debt", *Emerging Markets Review* 7 (3): 228-243, 2006.

**El papel de la banca multilateral:** Los datos sobre los saldos de deuda externa soberana provienen de [Global Development Finance online](#) del Banco Mundial, 2010.