

DEUDA

¿Cuándo es excesivo el nivel de endeudamiento?

Christina Daseking

EN EL CONTEXTO de los trabajos sobre los indicadores de vulnerabilidad, los economistas están analizando cuál es el nivel de deuda sostenible para una economía y cuándo es excesivo. Los préstamos externos pueden ayudar a los países a crecer más rápidamente al financiar inversiones productivas y también amortiguar el impacto de las perturbaciones económicas. Pero si un país o un gobierno acumulan deuda por encima del nivel que pueden atender, puede desencadenarse una crisis de costos económicos y sociales de gran envergadura. Por este motivo es importante determinar qué volumen de deuda puede soportar sin problemas una economía o un gobierno. Esta evaluación es particularmente importante en el caso de las economías emergentes que dependen, en gran medida, de los mercados internacionales de capitales para hacer frente a sus cuantiosas necesidades de financiamiento.

Determinar la viabilidad de la deuda

¿Qué es exactamente la viabilidad de la deuda? Podría definirse como una situación en la que se espera que un prestatario continúe atendiendo el servicio de sus deudas sin necesidad de que, en el futuro, tenga que corregir por encima de unos límites razonables, el equilibrio entre sus ingresos y pagos. Por el contrario, la deuda se torna insostenible cuando sigue acumulándose a un ritmo más rápido que la capacidad del prestatario para realizar sus pagos. Para determinar la viabilidad de la deuda hay que seguir tres pasos:

- Hacerse una idea de cómo evolucionarán en el futuro los saldos de los pasivos en relación con la capacidad de reembolso de la economía (o del gobierno).
- Considerar la evolución de las perspectivas en el contexto de posibles perturbaciones.
- Calibrar si los resultados pueden dar lugar a una situación insostenible como la definida anteriormente.

El primer paso conlleva proyectar los flujos de ingresos y gastos, incluido el servicio de la deuda, así como las variables macroeconómicas clave, como las tasas de interés, las tasas de crecimiento económico y los tipos de cambio. En la medida en que las políticas del gobierno influyan en estas variables, las proyecciones de la di-

námica de la deuda dependen tanto de variables de política económica como de la evolución macroeconómica y de los mercados financieros, que es intrínsecamente incierta.

Dados los factores de incertidumbre, es importante explorar, como segundo paso, cuáles son los riesgos. Entre otros muchos, están los costos más altos del financiamiento, que pueden ser consecuencia de la evolución general de los mercados financieros —incluidos los posibles efectos de contagio de otros países con dificultades— o de problemas de financiamiento específicos del país en cuestión. Análogamente, una depreciación acusada del tipo de cambio, posible aunque no necesariamente tras la desaparición de un régimen de tipo fijo, puede incrementar drásticamente la carga de la deuda denominada en moneda extranjera. De hecho, como ha podido



observarse en algunos casos recientes, una vez que se desencadena una crisis, la magnitud de las salidas de capital puede dar lugar a ajustes de los tipos de cambio mucho mayores que la sobrevaloración estimada en un principio, como ocurrió, por ejemplo, en Indonesia durante la crisis de 1997–98.

Otro factor de incertidumbre que rodea a las proyecciones de la deuda y de su servicio tiene relación con los créditos contingentes, muchos de los cuales, por naturaleza, pasan inadvertidos en situaciones normales, pero es mucho más probable que se reclamen en tiempos de crisis. Estos créditos son sumamente difíciles de medir en la práctica, porque los montos en cuestión suelen ser desconocidos y porque las condiciones —es decir, las circunstancias precisas en que se convertirán efectivamente en un pasivo— son a menudo imposibles de saber.

El tercer paso es definir un umbral en el que se considere que ésta es insostenible. Esos umbrales se han establecido, en algunos casos, para grupos concretos de países. Por ejemplo, para los países pobres muy endeudados, los niveles superiores al 200% para el valor neto actualizado de la deuda como porcentaje de los ingresos de exportación se asociaban, empíricamente, a una incidencia mucho mayor de las reestructuraciones de la deuda. Para otros países no industriales, hay evidencia de que una razón entre deuda y PIB del 40% es un punto de inflexión en el que comienzan a aumentar los riesgos. Sin embargo, este resultado refleja las condiciones típicas de los países estudiados, incluido un nivel relativamente bajo de activos externos. De forma más general, es necesario actuar con cautela al aplicar estos umbrales a países concretos. Ningún umbral puede definir, de forma fiable, el punto de inflexión en el que la deuda de un país puede tornarse insostenible, ya que las circunstancias y los factores concretos

de cada caso, que van más allá de los coeficientes mencionados, pueden desempeñar un papel importante. Por ejemplo, un coeficiente de deuda elevado es menos preocupante en países con un crecimiento más rápido de las exportaciones, una mayor proporción de exportaciones respecto al PIB y un porcentaje más alto de deuda denominada en moneda nacional.

En última instancia, las evaluaciones de la viabilidad son probabilísticas; normalmente se puede pensar en determinadas circunstancias en que la deuda de un país sería sostenible y otras en que no. Siempre existe un elemento de juicio al considerar si la deuda de un país rebasa los niveles prudentes.

Cómo sigue el FMI la evolución de la deuda

Así pues, dado el papel crucial que ha desempeñado la deuda en muchas crisis, ¿qué está haciendo actualmente el FMI para evaluar los niveles de endeudamiento y determinar si son riesgosos o sostenibles? En el contexto del seguimiento de las distintas economías, los funcionarios del FMI preparan:

- Proyecciones a mediano plazo de la evolución fiscal y de la balanza de pagos, un elemento básico de la labor de la institución con los países miembros.
- Evaluaciones de la viabilidad a mediano plazo de la cuenta corriente y del tipo de cambio real, especialmente cuando un volumen significativo de deuda está denominado en moneda extranjera.
- Evaluaciones de la estabilidad del sector financiero, un elemento más reciente que se ha añadido a la batería de instrumentos del FMI, y que ayudan a identificar la vulnerabilidad del sector financiero frente a diversas perturbaciones con repercusiones potencialmente importantes para los pasivos contingentes del sector público.

A partir de estos elementos, el FMI ha desarrollado recientemente un marco normalizado para evaluar la viabilidad de la deuda, que se centra en las proyecciones a mediano plazo del escenario de referencia correspondientes a la economía de un país. Además, el marco incorpora un conjunto estándar de pruebas de sensibilidad que generan la dinámica de la deuda conforme a supuestos diferentes respecto a las variables clave (incluidos el crecimiento económico, las tasas de interés y el tipo de cambio). Estos diferentes supuestos se calibran en función del historial de cada país, reflejado en los promedios y la volatilidad de las respectivas variables en el pasado.

Este nuevo marco puede resultar útil en tres situaciones distintas. En el caso de los países que registran un endeudamiento moderadamente alto, pero no enfrentan una crisis inminente, puede ayudar a identificar los factores de vulnerabilidad, es decir, los que podrían llevar al país a adentrarse en “territorio de insolvencia”. Cuando se trate de países que están al borde o en mitad de una crisis, sometidos a graves tensiones caracterizadas por un elevado costo de los préstamos o la falta de acceso a los mercados, el marco puede utilizarse para examinar la plausibilidad de la dinámica estabilizadora de la deuda plasmada en las proyecciones del programa. Por último, tras producirse un incumplimiento, el marco puede utilizarse para explorar la dinámica de la deuda tras una posible reestructuración.



¿Cómo habría funcionado el marco analítico del FMI en un caso real?

Aplicándolo por ejemplo a Turquía en 1999, ¿habría ayudado el nuevo marco a identificar los factores de vulnerabilidad? La respuesta es afirmativa. Aun cuando las proyecciones en el momento no parecían excesivamente optimistas en relación con la experiencia del pasado, el marco habría dado señales de alarma sobre la situación de la deuda externa en caso de perturbaciones adversas.

Para determinar si el marco habría sido útil, los economistas del FMI realizaron pruebas de sensibilidad respecto a la vulnerabilidad externa de Turquía como se habría considerado en el momento de la aprobación del acuerdo de 1999. En el marco del programa respaldado por el FMI, se proyectó que el coeficiente de endeudamiento aumentaría en torno a un 10% del PNB, si bien gran parte de este aumento correspondía a un incremento de las reservas del banco central, de modo que la deuda neta habría de mantenerse más o menos constante (de hecho, se reduciría en un 2% del PNB entre 1998 y 2001). Sin embargo, el coeficiente de deuda aumentó en realidad casi un 30% del PNB. ¿Cómo es que el personal del FMI falló la diana por tanto margen? La principal causa de error fue el déficit comercial que, durante el período 1999–2000 fue de casi un 6% del PNB más de lo previsto. Ello se debió, en parte, a la pronunciada subida de los precios del

petróleo, pero también a que se subestimó la capacidad de respuesta de las importaciones ante un aumento del ingreso. Además, el imprevisto abandono del régimen de tipo de cambio fijo a principios de 2001 hizo que los niveles de deuda aumentaran notablemente.

¿Qué habría previsto el marco? Utilizando promedios de cinco años para los parámetros clave, habría proyectado que la deuda neta registraría un aumento de casi un 6% del PNB y no un descenso del 2%, conforme al programa. Y lo que es más importante, las pruebas de sensibilidad habrían puesto de relieve los riesgos para la proyección. En particular, el incremento del coeficiente de endeudamiento en un 7% del PNB entre 1998 y 2000 (antes de la devaluación) se situó entre las perturbaciones de dos desviaciones estándar (esta gama mide la mayor parte de los riesgos del escenario) de la tasa de interés, la tasa de crecimiento del PIB real o el déficit en cuenta corriente excluido el pago de intereses. Además, los dos escenarios de devaluación —ya sea la perturbación de dos desviaciones estándar de la tasa de crecimiento del deflactor en dólares de EE.UU., o la perturbación estándar de una devaluación del 30%— habrían generado en última instancia un resultado mayor que el incremento del 30% que registró el coeficiente de endeudamiento neto entre el final de 1998 y el final de 2001.

La aplicación del marco es todavía reciente, pero progresivamente se irá haciendo extensiva a una amplia gama de países, tanto a efectos de supervisión como para informar las decisiones respecto a la asistencia financiera del FMI para los programas, con las modificaciones apropiadas a la luz de la experiencia inicial. Aunque el objetivo es brindar una mayor uniformidad y disciplina para las evaluaciones de la viabilidad, no se pretende aplicar el marco de forma totalmente mecánica y rígida; dependiendo de las circunstancias de cada país, puede haber buenas razones para desviarse en cierta medida. Al mismo tiempo, la lógica básica de realizar análisis de viabilidad de referencia y pruebas calibradas de sensibilidad debería aplicarse a todos los países. Por último, al interpretar los resultados obtenidos es necesario considerar otros factores como la estructura de la deuda (composición por tenedores y por vencimientos, a tasa de interés fija o flotante, o si está o no indexada), así como varios otros indicadores de vulnerabilidad. La información proveniente de los mercados, incluidas las expectativas respecto a las tasas de interés y los diferenciales incorporados en la posición y la forma de las curvas de rendimiento, el acceso a nuevos préstamos; el hecho de que haya habido o no interrupciones en dicho acceso o dificultades en la emisión de deuda a largo plazo también ayudará a poner las cifras en perspectiva. **F&D**

Christina Daseking es economista principal en el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI.

Este artículo se basa en el estudio "Assessing Sustainability", preparado por el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, 28 de mayo de 2002.

Bibliografía recomendada

Beim, David O. y Charles W. Calomiris, 2001, *Emerging Financial Markets* (Boston: McGraw-Hill).

Detragiache, Enrica y Antonio Spilimbergo, 2001, "Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation", *IMF Working Paper 01/2* (Washington).

Frankel, Jeffrey y Andrew Rose, 1996, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, vol. 41 (noviembre), págs. 351–66.

Goldstein, Morris, Graciela Kaminsky y Carmen Reinhart, 2000, *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets* (Washington: Instituto de Economía Internacional).

Kaminsky, Graciela, A. Lizondo y Carmen Reinhart, 1998, "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Staff Papers*, vol. 45 (marzo), págs. 1–48.

Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89, (junio) págs. 473–501.

Reinhart, Carmen, 2002, "Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings", *NBER Working Paper No. 8738* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Underwood, John, 1990, "The Sustainability of International Debt", (inédito; Washington: Banco Mundial, División de Finanzas Internacionales).