



## ***CARD: Evolución Reciente de la Sostenibilidad de la Deuda Pública***

***Jorge Madrigal Badilla<sup>1</sup>***

Luego de la crisis económica mundial muchos países, tanto desarrollados como en desarrollo, han visto incrementarse sus niveles de endeudamiento público. Los rescates financieros, el incremento en el gasto para estimular las economías y la disminución de los ingresos fiscales, entre otros factores, han contribuido al incremento de las razones de endeudamiento.

En el caso de los países menos desarrollados, la coyuntura financiera internacional (caracterizada por abundante liquidez y, en consecuencia, tasas de interés bajas) en no pocos casos ha favorecido el recurso al endeudamiento para solventar las restricciones de financiamiento del gobierno central. Si bien se pueden presentar argumentos a favor de incrementar los niveles de endeudamiento, es claro que la deuda constituye una carga en la economía que deteriora las perspectivas de inversión pública y, en consecuencia, de crecimiento futuro.

De ahí la importancia de que los diseñadores y ejecutores de las política macroeconómicas mantengan bajo observación la forma en que evolucionan las razones de endeudamiento con el fin de preservar en una trayectoria que resulte sostenible en el largo plazo. Con el fin de contribuir a este objetivo, en esta Nota Técnica se realiza una actualización de los resultados de los modelos de sostenibilidad de deuda desarrollados por la SECMCA con cifras fiscales de los países de la región para el cierre del año 2014<sup>2</sup>.

### ***Metodología***

La metodología utilizada para el cálculo de los indicadores de sostenibilidad se describe en Campo, Madrigal y Granados (2014). En esta oportunidad se actualizaron solamente los resultados para de sostenibilidad para el método tradicional, toda vez que conceptos como el Límite Natural de Deuda (derivados de la metodología de Mendoza y Oviedo (2004) responden a consideraciones estructurales de más largo plazo en las economías.

---

<sup>1</sup> Economista Consultor. Las opiniones expresadas son las del autor y no necesariamente representan la posición de la SECMCA.

<sup>2</sup> Con base en la información de SIMAFIR: <http://www.secmca.org/simafir.html>



En términos generales, un determinado régimen de política fiscal se considera sostenible si satisface la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno, la cual puede expresarse de la siguiente manera:

$$\Delta B_t = R_t B_{t-1} + G_t - T_t \quad (1)$$

Donde  $B_t$  es el volumen de deuda al final del período  $t$  en términos nominales,  $G_t$  el gasto primario nominal (excluidos los pagos por intereses),  $T_t$  los ingresos públicos y  $R_t$  la tasa de interés nominal promedio en el período  $t$ . Así pues, el término  $G_t - T_t$  representa el déficit primario. Al expresar estas relaciones como porcentaje del PIB se tiene que:

$$\Delta b_t = h_t b_{t-1} + g_t - t_t \quad (2)$$

Donde  $h_t = \left(\frac{r-\gamma}{1+\gamma}\right)$ ,  $r$  es la tasa de interés real y  $\gamma$  representa la tasa de crecimiento del PIB real.

La ecuación que describe el nivel de balance primario requerido para estabilizar la razón entre la deuda pública y Producto Interno Bruto (PIB) en un nivel determinado, y que se deriva de la ecuación básica de acumulación de deuda (ecuación 1), es:

$$f^* = \left(\frac{r-\gamma}{1+\gamma}\right) d \quad (3)$$

Donde  $d$  es la razón entre deuda y PIB, y  $f^*$  es el balance fiscal primario (como porcentaje del PIB) consistente con un nivel de deuda  $d$ . Por lo tanto, un superávit fiscal sostenible es aquel que cubra los intereses efectivos de la deuda.

## **Resultados**

En el cuadro 1 se presentan los principales resultados de la actualización:



Cuadro 1

## CARD: Balance del Gobierno Central y Saldo de la Deuda

-como porcentaje del PIB-

	Costa Rica		El Salvador		Guatemala		Honduras		Nicaragua		República Dominicana	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Balance GC fin de período	-2.85%	-3.12%	-2.00%	-1.68%	-0.70%	-0.05%	-6.36%	-2.66%	0.01%	0.45%	-0.67%	-0.42%
Para Mantener Deuda Constante	0.28%	0.34%	1.00%	0.92%	0.03%	0.00%	0.16%	0.14%	-0.59%	-0.58%	-0.52%	-0.47%
Para alcanzar Deuda/PIB = 30% en 10 años	0.85%	1.22%	2.20%	2.20%	0.50%	0.50%	1.51%	1.54%	0.65%	0.61%	0.50%	0.34%
Deuda/PIB fin de período	36.20%	39.20%	44.0%	44.2%	24.60%	24.50%	43.7%	44.3%	31.60%	30.90%	38.8%	37.6%
Límite Natural de Deuda (% del PIB)	44,5%		39,5%		39,5%		15%		43,8%		46,7	
Crecimiento del PIB	3,4%	3,5%	1,8%	2,0%	3,7%	4,2%	2,8%	3,1%	4,5%	4,7%	4,8%	7,3%

Fuente: Elaboración Propia

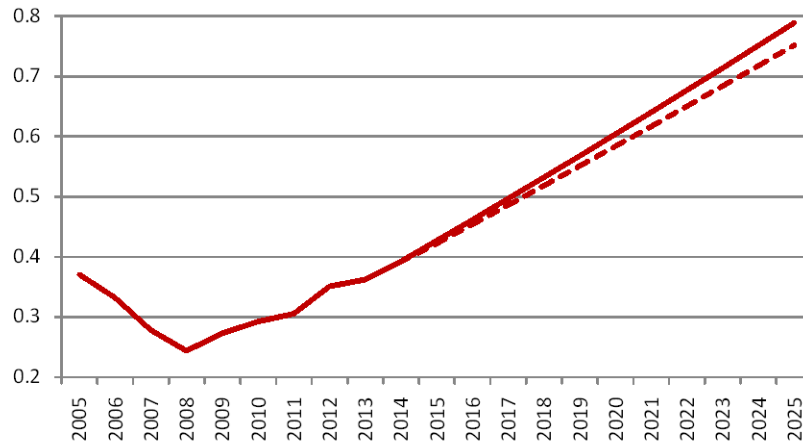
Las cifras en color verde (rojo) denotan una mejora (deterioro) en los indicadores de sostenibilidad de la deuda. En términos generales, con excepción de Costa Rica, los países de la región durante 2014 mejoraron sus indicadores de sostenibilidad en relación con los observados en 2013.

### Costa Rica

Costa Rica es el único país en el que los indicadores de sostenibilidad de deuda mostraron resultados menos favorables que los observados en el año 2013. La razón principal es el deterioro en el balance del gobierno observado en 2014 el cual se ubicó en -3.12% del PIB (-2.85% en 2013). Como parte de ese resultado, los niveles de endeudamiento se incrementaron en 3 puntos porcentuales incrementando el saldo a 39.2% del producto. En consecuencia, el esfuerzo fiscal que se requeriría, tanto para mantener el nivel de deuda constante como para lograr reducirlo a 30% del PIB en un período de 10 años, es ahora mayor. En particular se requerirían superávits de 0,34% y 1,22% del producto, respectivamente.



**Gráfico 1**  
**Costa Rica: Trayectoria de la Deuda**  
**-Razón Deuda/PIB-**



*Las líneas punteadas corresponden al ejercicio de 2013*

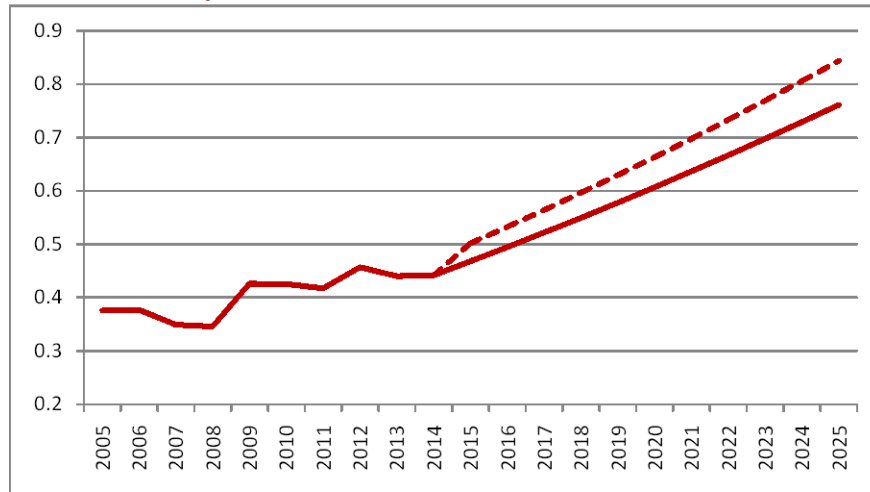
En el gráfico anterior resulta claro como la pendiente de la trayectoria del crecimiento de la deuda manteniendo el resultado fiscal constante, tiene ahora una pendiente más elevada como resultado conjunto de mayores niveles de endeudamiento y déficit fiscal en 2014.

## **El Salvador**

En el caso de El Salvador, los resultados fiscales en 2014 fueron muy similares a los del año anterior. El déficit del Gobierno Central como porcentaje del PIB disminuyó levemente (poco más de 30 puntos base). Sin embargo, es interesante destacar cómo (al menos en el caso de El Salvador) una pequeña mejora en el balance fiscal reduce significativamente las perspectivas futuras de la deuda (ver gráfico 2).



**Gráfico 2**  
**El Salvador: Trayectoria de la Deuda**  
**-Razón Deuda/PIB-**



*Las líneas punteadas corresponden al ejercicio de 2013*

En efecto, al comparar la trayectoria del crecimiento de la deuda manteniendo el resultado fiscal constante (líneas rojas) entre los años 2013 y 2014, es posible observar cómo, manteniendo las condiciones del último año, sería posible alcanzar un nivel de endeudamiento menor en 8 p.p. al que se daría en 2025 de no haberse dado dicho ajuste.

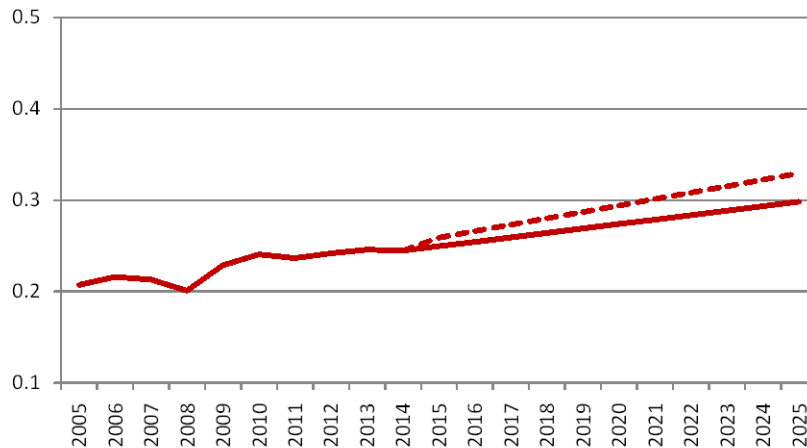
## **Guatemala**

El caso de Guatemala resulta particular dentro de la región, pues es el país que tiene los niveles de endeudamiento más bajos como porcentaje del PIB. De ahí que modificaciones importantes en sus resultados fiscales no tendrían impactos significativos en las condiciones de sostenibilidad de la deuda en el corto plazo.

De hecho, a pesar de que logró realizar un ajuste fiscal de más de medio punto del producto en 2014, las perspectivas de la evolución del endeudamiento no se modifican tan notablemente como en el caso de El Salvador (ver gráfico 3).



**Gráfico 3**  
**Guatemala : Trayectoria de la Deuda**  
**-Razón Deuda/PIB-**

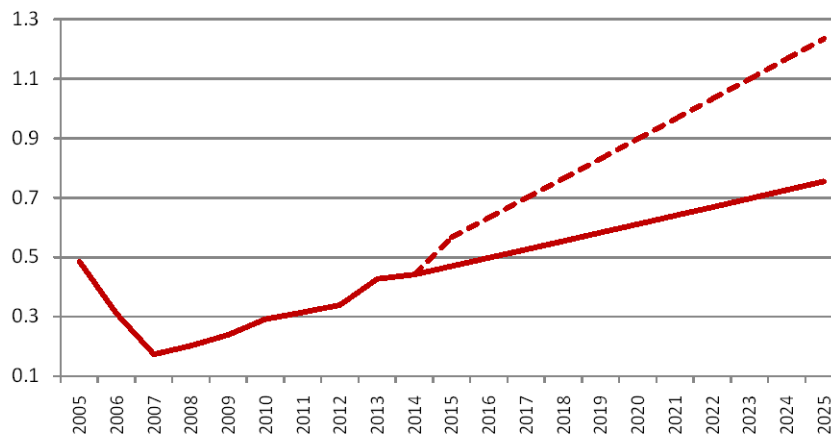


*Las líneas punteadas corresponden al ejercicio de 2013*

## Honduras

Es importante destacar el caso de Honduras, pues es el país de la región que realizó el mayor ajuste fiscal entre 2013 y 2014. Esto se explica principalmente por el crecimiento de los ingresos tributarios resultado de la aplicación de las medidas fiscales aprobadas en la Ley de Ordenamiento de las Finanzas Públicas, Control de las Exoneraciones y Medidas Antievasión, aprobada en diciembre de 2013.

**Gráfico 4**  
**Honduras: Trayectoria de la Deuda**  
**-Razón Deuda/PIB-**



*Las líneas punteadas corresponden al ejercicio de 2013*

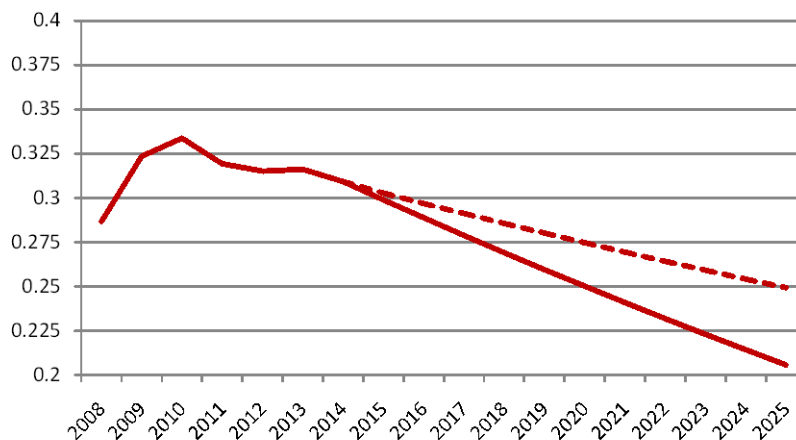


Con base en información del Sistema de Información Macroeconómica y Financiera Regional (SIMAFIR), el desbalance del Gobierno Central se redujo en casi cuatro puntos del PIB para 2014. De mantenerse esta situación, el perfil de la trayectoria de la deuda como porcentaje del PIB mejoraría notablemente para la economía hondureña. No obstante, se requeriría realizar esfuerzos adicionales para disminuir aún más la tasa de crecimiento de la razón deuda/PIB con el fin de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas pues los niveles actuales, aún después del ajuste, se mantienen fuera del límite natural de deuda estimado en el documento precitado.

## Nicaragua

Nicaragua es el país de la región que presenta, hasta ahora, las condiciones más favorables para la gestión del endeudamiento. Cuenta con niveles de endeudamiento relativamente bajos y ha logrado consolidar cierta disciplina fiscal que lo convierte en el único país de la región en alcanzar un balance positivo en los últimos años. Lo anterior se traduce en una coyuntura donde, de mantenerse las condiciones prevalecientes, se podría sostener un proceso consistente de reducción del endeudamiento en el mediano plazo (Ver gráfico 5).

**Gráfico 5**  
**Nicaragua: Trayectoria de la Deuda**  
**-Razón Deuda/PIB-**



*Las líneas punteadas corresponden al ejercicio de 2013*

Sin embargo, esta posibilidad plantea una discusión interesante desde el punto de vista de las políticas públicas orientadas a maximizar el bienestar de la sociedad. De acuerdo con Ostry, Ghosh y Espinoza, cuando los países cuentan con espacio fiscal amplio, los gobiernos no

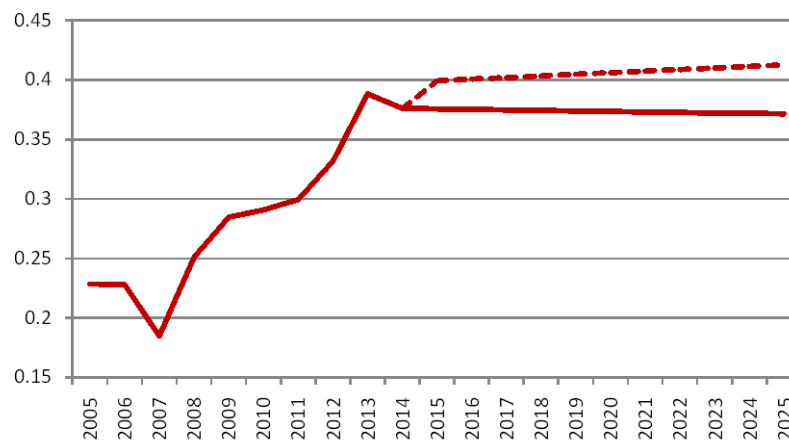


deberían implementar políticas dirigidas a pagar la deuda, sino permitir que la razón de endeudamiento disminuya a través del tiempo como resultado del crecimiento económico o el uso de ingresos extraordinarios.

## República Dominicana

Finalmente, la República Dominicana presentó condiciones de sostenibilidad de deuda muy similares a las del año anterior por las que no tuvo cambios significativos en las tendencias observadas desde el año 2013. La disminución de poco más de un punto en la razón de endeudamiento está más asociada al elevado crecimiento económico (7,3% en 2014) que al esfuerzo fiscal (Ver gráfico 6).

**Gráfico 6**  
**República Dominicana: Trayectoria de la Deuda**  
**-Razón Deuda/PIB-**



Las líneas punteadas corresponden al ejercicio de 2013

## Comentarios Finales

Con excepción de Costa Rica, el estado de la sostenibilidad de las finanzas públicas en los países que integran la región CARD presentó algún grado de mejora. No obstante, en el caso de Honduras, el esfuerzo fiscal implementado a partir de las reformas tributarias fue significativo, todavía resulta insuficiente dado que la razón de endeudamiento todavía se mantiene por encima del límite natural de deuda calculado, característica que comparte con El Salvador.





En estos dos países, al hecho de tener el espacio fiscal agotado por tener niveles de endeudamiento superiores a sus límites naturales, se suma la presencia de bajas tasas de crecimiento económico lo cual complica aún más la situación de sostenibilidad, pues la razón de endeudamiento tendería a deteriorarse cada vez más con el paso de los años.

Guatemala, Nicaragua y República Dominicana integran el grupo de países de la región que cuentan con mejores indicadores de sostenibilidad. Junto con disponer todavía de un espacio fiscal, muestran las tasas de crecimiento económico más altas de la región, superiores al 4% en el último año. Dado eso, si logran al menos mantener los balances del gobierno central observados en los últimos años comenzará a observarse reducciones en sus razones de endeudamiento en el mediano plazo.

Costa Rica, como se indicó, resulta ser el caso de excepción. Se aproxima rápidamente al límite de su razón de endeudamiento, el crecimiento económico se ha desacelerado y se mantiene sin hacer el ajuste necesario para mejorar el balance fiscal. Esta combinación de factores claramente no es la más favorable para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

## **Referencias Bibliográficas**

Campo, R., Madrigal, J. y Granados, L. “*Centroamérica: Enfrentando el Reto de la Sostenibilidad de las Finanzas Pública*”. Documento de Trabajo SECMCA 01-2014. ([http://www.secmca.org/INVESTIGACIONES\\_ECONOMICAS/InvestigacionesSECMCA/01\\_2014\\_Sostenibilidad\\_Fiscal.pdf](http://www.secmca.org/INVESTIGACIONES_ECONOMICAS/InvestigacionesSECMCA/01_2014_Sostenibilidad_Fiscal.pdf))

Ostry, J., Ghosh, A. y Espinoza, R. “*When Should Public Debt be Reduced?*” IMF Staff Discussion Note. SDN/15/10. Fondo Monetario Internacional. (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf>)

Mendoza, E. y M. Oviedo. “*Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: the Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and Mexico*”. NBER Working Paper 10637. Julio, 2004. (<http://www.nber.org/papers/w10637>)