

CAPÍTULO

09

DEUDA EXTERNA

¿CUÁL ES EL VERDADERO NIVEL DE DEUDA PÚBLICA DE LA REPÚBLICA DOMINICANA?



Harold Vásquez
*Subdirector de Análisis de Sector Externo**

El nivel de deuda de una nación es un tema de importante discusión en el ámbito económico. En el caso de la República Dominicana, el anuncio del Gobierno de sustituir la colocación de bonos internos por bonos soberanos en monto de US\$500 millones ha causado gran revuelo en la opinión pública impulsando la publicación de artículos en medios de comunicación locales sobre el monto y la trayectoria de la deuda soberana dominicana.

A continuación, como una forma de contribuir al debate, este documento describe la forma en que se mide y clasifica la deuda pública en la República Dominicana. En adición, presentamos un análisis de la evolución del nivel de deuda durante la última década, donde haremos énfasis en los principales eventos que han condicionado su trayectoria. Además de colocar la deuda pública en el contexto internacional, en general, discutiremos aspectos sobre su sostenibilidad y mostraremos qué factores exógenos internos y externos han determinado la trayectoria de la deuda dominicana durante la última década.

Para hablar de endeudamiento, primero es necesario precisar algunas definiciones. Según el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas de 2001 del Fondo Monetario Internacional (FMI), la deuda pública, en general, constituye “todos los pasivos [contraídos por el Gobierno] que exigen el

* Este documento contó con la asistencia técnica de Rafael Rivas, Técnico Asesor de la Subdirección de Análisis del Sector Externo, y Celia Guzmán, Coordinador Técnico de la Subdirección de Asuntos Cambiarios Domésticos. Agradezco los comentarios de Julio Andújar, Joel González, Gladys Jiménez, y Carmen Lucía Sánchez.

pago de intereses y/o principal... en una fecha o fechas futuras” (párrafo 7.142, pag. 143). También, los compromisos garantizados por unidades del Gobierno a otras instituciones públicas o privadas son considerados deuda pública (págs. 178-179).

Siguiendo esta metodología, el Estado dominicano clasifica la deuda en dos grandes categorías según el origen del acreedor: externa e interna. Ambas, a su vez, se subdividen acorde a la institución emisora en deuda del Sector Público Financiero (SPF) y deuda del Sector Público No Financiero (SPNF). La deuda del SPF incluye únicamente la deuda emitida por el Banco Central de la República Dominicana (BCRD). La deuda del SPNF incluye la deuda del Gobierno central, ayuntamientos, instituciones de la Seguridad Social, empresas públicas no financieras y demás instituciones descentralizadas. Es importante destacar que, a pesar de ser instituciones bajo la dirección del Gobierno central, la deuda del Banco de Reservas, el Banco Agrícola y el Banco Nacional de la Vivienda no forman parte del SPNF. La suma de la deuda del Banco Central más la deuda del SPNF se denomina deuda consolidada. Para obtener la deuda interna consolidada es necesario descontar la deuda que existe entre instituciones del estado (o deuda intragubernamental) y así evitar errores de doble contabilidad.

De lo anterior surgen dos puntos importantes a discutir: (i) la deuda intragubernamental y (ii) la deuda del SPF (o deuda del Banco Central). La deuda intragubernamental está conformada por los bonos de recapitalización del BCRD, los cuales están amparados por la Ley 167-07. Según dicha ley, el Ministerio de Hacienda está autorizado a realizar la emisión de un monto global de hasta RD\$320 mil millones, en un plazo de hasta 10 años, para recapitalizar el BCRD. Es bueno señalar que aproximadamente el 90% de los recursos de los bonos de recapitalización son para cubrir pérdidas acumuladas y facilidades de liquidez inorgánicas para el rescate de los depositantes incurridas por el BCRD a raíz de la crisis financiera del año 2003 (Ley 167-07, Considerandos 4 y 9). Por otro lado, la deuda del SPF consiste fundamentalmente en los valores en circulación del BCRD, excluyendo descuentos de letras y notas.

Tener presente estas clasificaciones es importante porque en los planteamientos realizados por analistas a menudo no hacen estas distinciones, generando confusiones en el público. Por ejemplo, en una

publicación realizada por el Centro Regional de Estrategias Económicas Sostenibles (CREES) (ver “Gráficos de Deuda Pública”, de Fonet, R., 19 de septiembre de 2013), luego reproducida por el periódico Hoy (Paniagua, S., “La deuda pública consolidada llegó a los US\$35.1 mil millones en julio”, 21 de septiembre de 2013; y “Cambia en últimos años perfil de deuda del país”, 23 de septiembre de 2013) y, recientemente, en el Diario Libre (Nivar, A., “La deuda en el Presupuesto se multiplica por 14 en casi 10 años”, 15 de octubre de 2013) se estima la deuda pública consolidada dominicana en un monto aproximado de US\$35,100 millones, cifra que sobrestima en un 30% las estadísticas oficiales. Esto se debe a que el CREES considera que el SPF está “integrado por el Banco Central de la República Dominicana, el Banco de Reservas, el Banco Agrícola, y el Banco Nacional de la Vivienda y Fomento de la Producción” y, aparentemente, considera como deuda el total de pasivos de algunas de estas instituciones.

A modo de ejemplo, el *cuadro 1* presenta, en millones (US\$) y como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB), la deuda pública consolidada dominicana y sus clasificaciones. De acuerdo a las informaciones publicadas por la Dirección General de Crédito Público (DGCP) y el BCRD, al mes de julio de 2013, la deuda pública total consolidada asciende a US\$27,057 millones lo que equivale a 44.9% del PIB. El mayor componente de la deuda total consolidada lo constituye la deuda externa del SPNF, la cual asciende a US\$13,978 millones (ó 23.2% del PIB). La deuda total del BCRD, o SPF, asciende a US\$8,077 millones, mientras que la deuda intragubernamental asciende a US\$3,205 millones, como muestra el cuadro, esta debe ser descontada para el cálculo de la deuda interna consolidada.

Considerar como deuda pública el total de pasivos de instituciones financieras que debido a la naturaleza de sus operaciones tienen características de instituciones privadas, como el Banco de Reservas, puede traer serias cuestiones metodológicas. Por ejemplo, ¿debemos considerar deuda pública un depósito de cuenta corriente de una institución privada, colocado en el Banco de Reservas, el cual no devenga intereses ni exige amortización en periodos determinados y solo devenga ingresos al banco por manejo de cuenta? De ser así, entonces, ¿cómo tratar los préstamos del Banco de Reservas al Gobierno, los cuales son clasificados actualmente como deuda interna del SPNF? Estas preguntas de carácter metodológico deben responderse, lo cual entendemos debió

hacer el CREES, para así poder presentar una estimación más rigurosa de la deuda pública dominicana.

Cuadro 1

Deuda pública consolidada, externa e interna
Cifras en Millones de US\$ y % del PIB

Concepto	julio 2013
Deuda pública consolidada (A+B)	27,057.5
Como % del PIB	44.9%
A. Deuda Externa (1+2)	14,954.6
Como % del PIB	24.8%
1. Sector Público No Financiero	13,978.3
Como % del PIB	23.2%
2. Banco Central	976.3
Como % del PIB	1.6%
B. Deuda Interna (1+2-3)	12,102.8
Como % del PIB	20.1%
1. Sector Público No Financiero	8,207.4
Como % del PIB	13.6%
2. Banco Central	7,100.6
Como % del PIB	11.8%
3. Deuda Intragubernamental	3,205.3
Como % del PIB	5.3%

Nota: Instituciones como el Banco de Reservas, Banco Agrícola y el Banco Nacional de la Vivienda no se incluyen dentro del sector Público No Financiero.

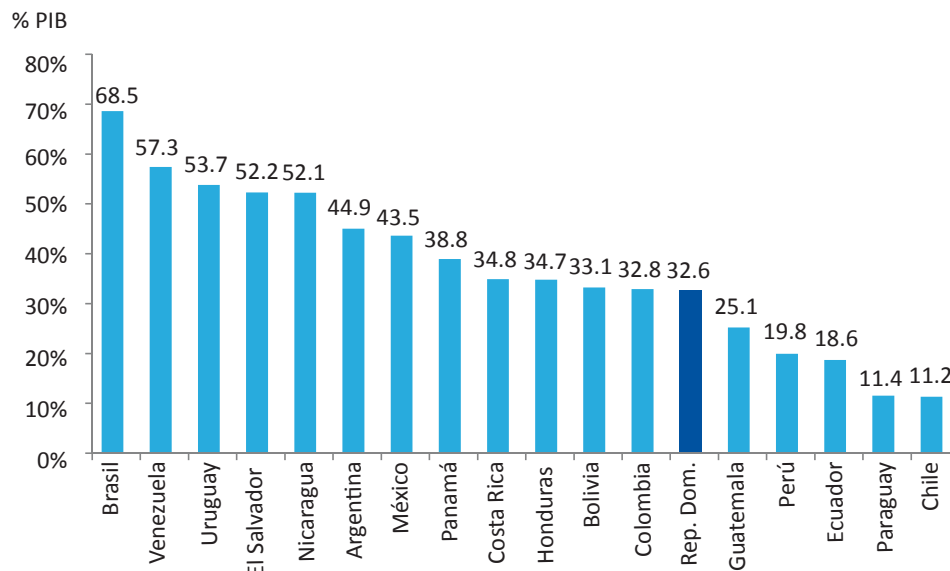
Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Dirección General de Crédito Público.

En lo referente al nivel de endeudamiento del Gobierno, aparente motivo de preocupación de muchos en la opinión pública, los economistas utilizan una serie de indicadores con fines de realizar comparaciones entre países, así como modelos estadísticos y matemáticos para analizar la sostenibilidad de la deuda pública. La *gráfica 1* muestra, al año 2012, el monto de la deuda pública del Gobierno (o SPNF) como porcentaje del PIB (uno de los indicadores más utilizados internacionalmente) entre un grupo de países latinoamericanos. Según este criterio, la relación

deuda sobre PIB del Gobierno dominicano (32.6%) se encuentra por debajo del promedio de la región (36.9%). Es importante puntualizar que establecer que la relación deuda sobre producto está por debajo del promedio de la región solo indica que nuestro nivel de endeudamiento puede considerarse bajo en comparación con el endeudamiento del resto de países latinoamericanos. Esto es muy distinto a establecer si el nivel de deuda, tanto la República Dominicana como del resto de países latinoamericanos, corresponde a las características estructurales de la economía. Actualmente, en el Departamento Internacional del BCRD, realizamos un estudio para responder esta última pregunta. Sin embargo, la deuda pública consolidada está proyectada a mantenerse estable como porcentaje del PIB (en 45.2% del PIB a final de 2013) y la misma se reducirá hasta un 40% del PIB en el 2017, según estimaciones del Reporte de Consulta del Artículo IV de 2012 del FMI. Adicionalmente, los estudios más recientes indican que la trayectoria de la deuda pública dominicana es sostenible tanto en horizontes de corto como de mediano y largo plazo (Ovalle y Jiménez 2012; Pellerano y Deshon, 2012).

Gráfica 1

Deuda Pública Bruta del Gobierno General en América Latina (2012)



Fuente: World Economic Outlook, Fondo Monetario Internacional y Dirección General de Crédito Público.

Para poder comprender el origen y las causas de la evolución reciente de la deuda pública dominicana es fundamental considerar el contexto internacional y doméstico en que se ha manejado la República Dominicana. En la última década, la economía dominicana recibió una serie de choques tanto internos como externos que repercutieron considerablemente en los niveles de equilibrio del déficit público, de la balanza de pagos, y de endeudamiento. Estos choques están relacionados con tres importantes eventos: (i) la crisis bancaria de 2003-2004, (ii) el aumento de los precios de las materias primas en el 2008, y (iii) los efectos secundarios derivados de la crisis financiera internacional de 2008-2009.

Entre los años 2003-2004, la economía dominicana atravesó la peor crisis financiera de su historia. El programa de estabilización tuvo un costo significativo en términos del stock de deuda de la economía dominicana debido principalmente al rescate financiero de tres bancos múltiples. En el periodo 2002-2004, la deuda pública externa del Sector Público No Financiero (SPNF) aumentó de 14.7% a 24.5% del PIB (ó US\$1,800 millones), mientras que el BCRD tuvo que emitir en títulos de deuda unos US\$3 mil millones (14% del PIB) como resultado de las Operaciones de Mercado Abierto (OMAs), implementadas para reducir la espiral inflacionaria que afectaba la economía. En los años 2005-2007, sin embargo, se logró estabilizar el ratio de deuda total del SPNF sobre PIB manteniéndose en un promedio de 19.7% del PIB, debido al bajo crecimiento promedio del stock de deuda del SPNF (4.7%) y del significativo crecimiento promedio del PIB (23.5%), ambos medidos en dólares nominales.

En el año 2008, los precios de los alimentos y del petróleo marcaron elevados niveles históricos (sólo en el mes de julio, el precio de la canasta de petróleo WTI alcanzó US\$143.3 por barril) lo cual, combinado con el efecto de la crisis financiera internacional, deterioró la cuenta corriente, no solo de la República Dominicana sino también de todos los países importadores netos de petróleo.

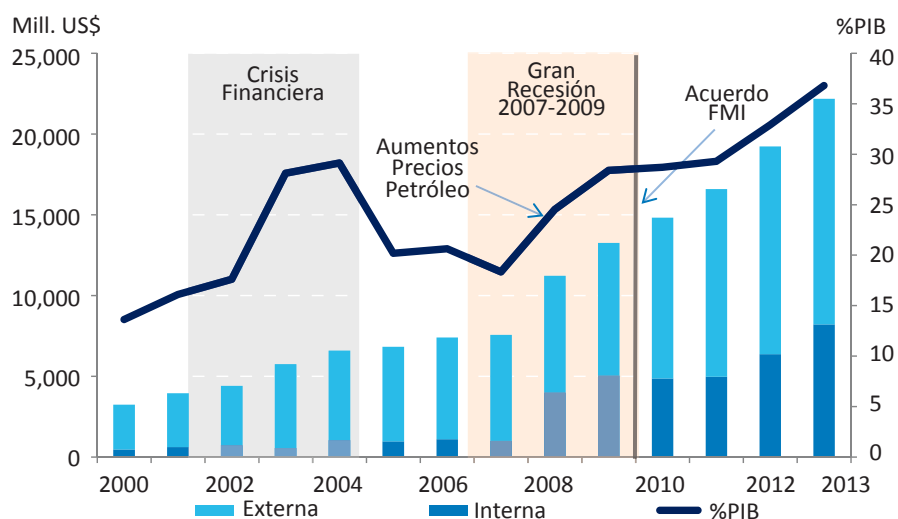
A su vez, como toda economía pequeña y abierta, la República Dominicana no estuvo exenta de sufrir los embates de la crisis internacional. Entre 2007 y 2009, las exportaciones dominicanas cayeron 23.4%, lo cual fue acompañado de ligeras caídas en los flujos recibidos por turismo y remesas. Como resultado, en octubre de 2009, el Gobierno dominicano

firmó un acuerdo *Stand-By* con el FMI por un monto de US\$1,700 millones, de los cuales aproximadamente US\$320 millones fueron desembolsados en noviembre de 2009.

Estos eventos repercutieron significativamente en el resultado presupuestario del Gobierno nacional e incidieron negativamente en la trayectoria de la deuda pública. Por ejemplo, luego de salir de la crisis bancaria nacional y obtener superávit presupuestarios consecutivos de US\$6.9 millones en 2006 y US\$254.3 millones en el 2007, el resultado presupuestario del Gobierno revierte su tendencia y marca un déficit de US\$1,681.4 millones en el año 2008, seguido de otro déficit de US\$1,458.0 millones en el 2009. A su vez, el stock de deuda pública, el cual guarda una estrecha relación con la acumulación de los déficit del Gobierno, revierte su tendencia decreciente y el SPNF incrementa su deuda desde un 18.2% en 2007 hasta 28.4% del PIB en 2009, según cifras publicadas por la Dirección General de Crédito Público (DGCP) (*ver gráfica 2*).

Gráfica 2

Deuda Externa e Interna del Sector Público No Financiero Dominicano



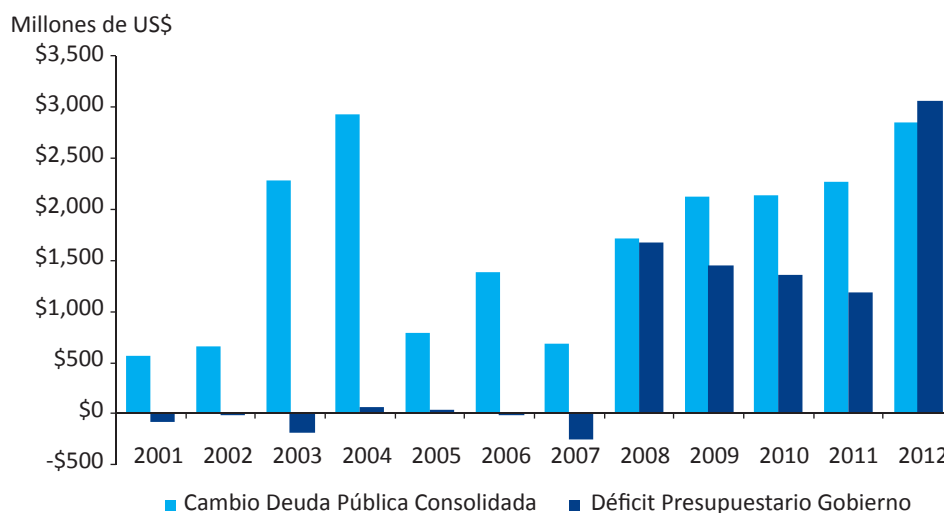
* Al 31 de julio de 2013

Fuente: Dirección General de Crédito Público (DGCP).

En el periodo 2010-2011, el stock de deuda pública del SPNF incrementó moderadamente en casi US\$1,775 millones, ó 3.2% del PIB, cuando la economía recibió un desembolso aproximado de US\$886 millones del acuerdo *Stand-By* firmado con el FMI. En el 2012, la deuda del SPNF se

incrementó en unos US\$2,642 millones (*ver gráfica 3*), hasta 32.6% del PIB, lo cual se explica fundamentalmente por una emisión de bonos de US\$500 millones para pagar el déficit corriente acumulado por la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales (CDEEE), US\$750 millones recibidos de asistencia para la compra de combustibles a través del acuerdo de Petrocaribe, y unos US\$700 millones en nuevos préstamos contraídos con la banca local.

Grafica 3
Cambio en el Stock de Deuda Pública Consolidada
y Déficit Presupuestario del Gobierno Central



Fuente: BCRD y DGCP.

Es importante destacar que las economías en vías de desarrollo, las cuales se caracterizan por un bajo nivel de capital y tasas de retorno relativamente atractivas, necesitan de recursos externos para financiar su crecimiento, sobre todo cuando se encuentran en la parte baja del ciclo económico. Sin embargo, un monitoreo adecuado por parte de analistas de la deuda es importante ya que un elevado nivel de endeudamiento puede ocasionar peligros futuros en la estabilidad económica debido al aumento de la percepción del riesgo país, lo que a su vez podría perjudicar las perspectivas de crecimiento (Reinhart Rogoff, 2011, 2012; Amador 2013).

En conclusión, eventos exógenos determinaron en gran medida la evolución del nivel de deuda del Gobierno dominicano durante la última década. Del lado interno, la crisis financiera del periodo 2002-2004

aumentó el ratio de deuda pública consolidada en casi veintiséis puntos porcentuales, desde 22.6% hasta 48.1% del PIB (la deuda pública del SPNF incrementó de 14.7% a 24.5% del PIB). Luego, a pesar de la fuerte recuperación económica dominicana, la crisis económica internacional y los fuertes aumentos en los precios del petróleo y otras materias primas contribuyeron a que el nivel de endeudamiento público consolidado se elevara de 33.3% en 2007 hasta 37.6% del PIB en 2009 (la deuda del SPNF incrementó desde 18.2% hasta 28.4% del PIB en el periodo 2007-2009).

Entre el periodo 2010-2012, la trayectoria de la deuda estuvo condicionada por el pago de déficits corrientes a la CDEEE, el pago de la factura petrolera, y la utilización de recursos dentro del marco del acuerdo Stand-By con el FMI para la reactivación económica. Como resultado, la deuda pública consolidada aumentó desde 38.1% en el 2010 hasta 42.1% del PIB en el año 2012. Como vimos anteriormente, la deuda pública total consolidada del Gobierno dominicano, a julio 2013, asciende a US\$27,057 millones, equivalente a 44.9% del PIB, nivel que es sostenible según los estudios más recientes en el tema. Dado el plan de reducción del déficit del Gobierno, el cual proyecta una reducción del déficit del Gobierno central desde 6.6% del PIB en el 2012 hasta 2.8% del PIB en los años 2013 y 2014, esperamos que el nivel de deuda pública se reduzca significativamente en el mediano plazo.

PACIENCIA FISCAL



Frank Fuentes
Director del Departamento Internacional

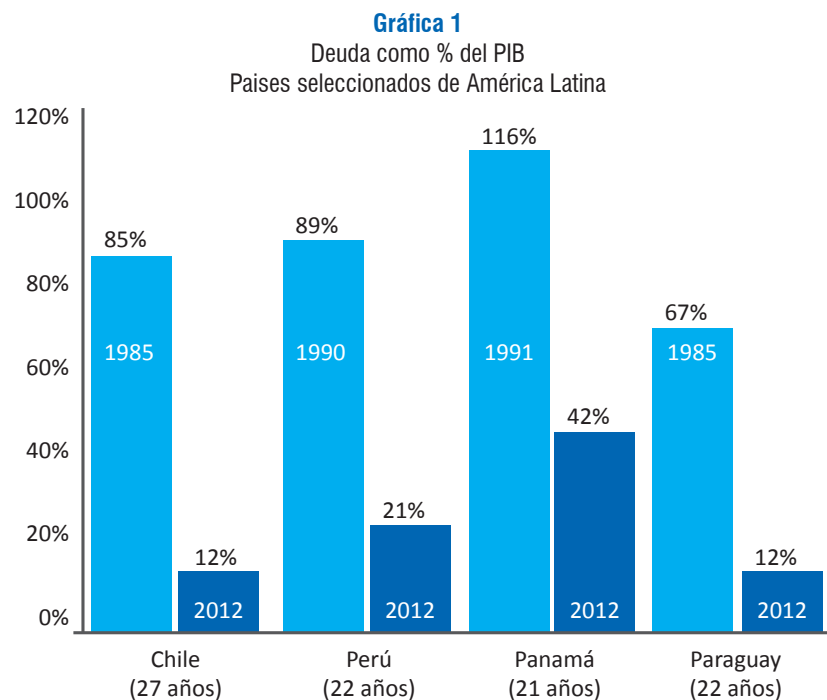
Pocos temas del ámbito económico generan tantas reacciones, opiniones y análisis en la República Dominicana como la deuda pública consolidada. Y no es para menos. No es necesario ser economista para darse cuenta que un nivel de endeudamiento elevado puede imponer severas restricciones al gasto público y presionar la estructura impositiva de cualquier país en respuesta a la necesidad de aumentar las recaudaciones fiscales.

No obstante, si bien el debate es siempre saludable, sobre todo en Economía, es necesario sustentar conceptual y metodológicamente los argumentos. Con esto se evita la desinformación y la creación de expectativas negativas por abultar artificialmente el monto de la deuda pública total incluyendo erróneamente, por ejemplo, compromisos entre entidades del propio Estado dominicano (como son los bonos de recapitalización del Banco Central de la República Dominicana (BCRD) emitidos por el Ministerio de Hacienda) o incluso los pasivos del Banco de Reservas, quien a pesar de ser de propiedad estatal, se rige bajo las mismas normas que se aplican a la banca privada.

Entiendo que no es prudente seguir alarmando a la opinión pública con cifras abultadas de deuda. Debemos asumir una actitud más reflexiva. Es evidente que tanto el sector público como el privado están conscientes de que el tema es delicado, y el Gobierno ha actuado con responsabilidad combinando la aprobación de una reforma fiscal con un importante

ajuste del gasto y la ejecución de un plan plurianual para reducir el ratio deuda-Producto Interno Bruto (PIB) en el mediano plazo.

Sin embargo, aunque a todos nos asiste el derecho de hablar, escribir y hasta protestar por la deuda, debemos estar conscientes de que este tema no se resuelve de la noche a la mañana con un decreto o una ley. Ni siquiera se puede resolver en un periodo presidencial. A Chile le tomó 27 años reducir su deuda como porcentaje del PIB de 85% en 1985 a 12% en 2012, Perú tardó 22 años para disminuirla de 89% en 1990 a 21% en 2012, Panamá trabajó por 21 años para bajarla de 116% en 1991 a 42% en 2012, mientras que Paraguay necesitó 22 años para recortar su deuda de 67% del PIB en 1985 a 12% en 2012 (ver *gráfica 1*). Todas estas experiencias son muestras de que es posible reducir la carga de la deuda si se tiene paciencia, paciencia fiscal.



Fuentes: Fondo Monetario Internacional (FMI), Bloomberg y Ministerios de Hacienda y Bancos Centrales de los respectivos países.

Esta paciencia fiscal es clave además para entender que estos resultados no son fruto del azar sino de la implementación, a través de varios periodos de Gobierno, de reformas estructurales y políticas macroeconómicas que han permitido que estas economías crezcan a tasas superiores

al interés real promedio de sus stock de deuda y, sobre todo, son consecuencia de la adopción de importantes medidas en materia fiscal para alcanzar y mantener un superávit primario, que no es más que lograr que los ingresos fiscales superen consistentemente a los gastos, excluyendo los intereses de la deuda.

¿Qué significa esto? Que para enfrentar los problemas de endeudamiento en cualquier economía se requiere un esfuerzo fiscal sostenido durante un largo periodo de tiempo. No hay soluciones instantáneas ni mágicas. Por eso es fundamental discutir, de forma desapasionada y seria, sobre la gradualidad de este necesario proceso de consolidación fiscal que requiere el sector público dominicano.

Quienes abogan por una solución rápida de corto plazo, deben estar conscientes que someter la economía a un mayor ajuste fiscal para lograr en poco tiempo una disminución significativa en los indicadores de deuda, podría afectar seriamente el crecimiento y el empleo, forzando incluso al país a tener que acudir nuevamente a los mercados y organismos internacionales en busca de más financiamiento. En este caso, un ajuste abrupto haría que la medicina sea peor que la enfermedad. El caso de Europa es aleccionador en este sentido.

Recordemos que tan pronto la crisis global comenzó a afectar la actividad económica mundial, generando la más profunda recesión en 80 años, economías avanzadas y emergentes, incluyendo a la República Dominicana, tuvieron que recurrir a los estímulos fiscales para mitigar sus efectos sobre el crecimiento. A esto se le sumó el efecto expansivo de los denominados “estabilizadores fiscales automáticos” en las economías desarrolladas (que reaccionan en sentido anticíclico sin necesidad de aprobación congresual) y el salvamento de las entidades financieras quebradas. Este abrupto aumento del gasto público alrededor del mundo, en un contexto de menores ingresos fiscales por la caída de la actividad económica, fue financiado mayormente con deuda.

Ante este aumento desproporcionado de la deuda a nivel global, la reacción inmediata de muchos economistas, políticos y organismos internacionales, particularmente del Fondo Monetario Internacional (FMI), fue recomendar la implementación de fuertes medidas de austeridad y ajuste fiscal. El tubo de ensayo de este experimento fue la periferia europea y en especial Grecia, como condición para la asistencia del FMI y el Banco

Central Europeo (BCE). El resultado es hoy conocido por todos. El efecto neto de estas medidas profundizó la recesión, incrementó el desempleo y empeoró la ya delicada situación del sistema financiero. Ante esta situación, a principios de 2013, el propio Economista Jefe del FMI, Olivier Blanchard, admitió una aparente subestimación de los multiplicadores fiscales que sustentaron la recomendación de estas severas medidas.

Por esta razón, la discusión sobre la consolidación fiscal en Estados Unidos ha tomado otro giro. Por mucho tiempo se argumentó que si la economía estadounidense sobrepasaba determinado ratio deuda-PIB, el crecimiento podría tornarse negativo. Esto habría sido confirmado por investigaciones recientes de economistas de la categoría de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, quienes afirmaron que ese umbral era de 90%. Sin embargo, los resultados de nuevos estudios unidos al positivo desempeño reciente de la economía de Estados Unidos, que presenta actualmente un nivel de deuda equivalente a 106% del PIB, han comenzado a socavar la validez de estos argumentos.

De hecho, Jerome Powell, miembro de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, afirmó recientemente en la Reunión de Gobernadores del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), que la economía estadounidense deberá aprender a convivir con niveles de deuda-PIB entre 70 y 75% en el largo plazo, valores muy superiores a los observados históricamente. Por esta razón, los esfuerzos de la administración del presidente Obama no están concentrados en buscar soluciones de corto plazo, sino en que los mercados y los agentes económicos estén conscientes de que se requiere de un plan de largo plazo para lograr la consolidación fiscal.

Asimismo, el Gobierno estadounidense está convencido de que por más alta que sea su deuda, recortar aún más el gasto público podría perjudicar el crecimiento y la generación de empleos, considerando sus fuertes compromisos en materia de seguridad social, *Medicare* y *Medicaid* en los próximos años. Con todo, los efectos de este plan tardarán unos años en comenzar a surtir sus efectos. Por eso las estimaciones del FMI proyectan el ratio deuda-PIB de Estados Unidos en torno a 110% del PIB en 2015.

Lo que ocurre en Europa y Estados Unidos hace aún más evidente de la necesidad de abordar el tema de la deuda con una perspectiva de largo

plazo. Por eso, resulta contraproducente insistir en alarmar a la opinión pública local con presagios fatalistas sobre la deuda y su sostenibilidad, teniendo pleno conocimiento de que el tema no tiene solución viable de corto plazo y que el Gobierno, desde su inicio, realiza una fuerte contracción del gasto público para corregir la tendencia del déficit, que estaba proyectado a cerrar por encima del 9% en 2012, y para cierre de año se espera que termine en 2.8%, logrando uno de los ajustes fiscales más significativos de la historia económica nacional.

Aparentemente esa misma tozudez es la que les predispone a calificar de pobre el desempeño de la economía dominicana y empeñarse en pronosticar un crecimiento en torno al 2%, sin considerar la franca recuperación que continúa mostrando la economía en julio-septiembre creciendo 5.5%, y ubicando ya su crecimiento acumulado enero-septiembre en 2.9%. De hecho, el dinamismo mostrado por la economía en el último trimestre prácticamente garantiza un crecimiento por encima del 3% establecido en el marco macroeconómico para 2013, que podría considerarse más que satisfactorio luego de un difícil inicio de año y la persistencia de adversas condiciones externas. Todo esto alcanzado en un contexto de estabilidad cambiaria y en ruta a lograr que la inflación se mantenga dentro del rango-meta establecido en el programa monetario.

Insisto en que, en lugar de crear expectativas negativas, lo más razonable y sensato es apoyar la implementación del plan trazado por el Poder Ejecutivo para reducir el déficit e incrementar los ingresos fiscales que permitan alcanzar un superávit primario y aportar propuestas para el diseño de reformas que aceleren el crecimiento de la economía. Estos son los elementos esenciales para iniciar una disminución sostenida de la carga de la deuda, la cual al cierre de octubre se ubicó en US\$27,581.7 millones, equivalente a 45.8% del PIB.

Es importante destacar que, a pesar de la apretada situación fiscal que enfrenta el Gobierno en estos momentos, varios estudios han demostrado que el valor esperado de la trayectoria de la deuda pública dominicana es sostenible y que todavía se tiene espacio para realizar una gestión adecuada de la misma sin caer en cesación de pagos. Asimismo, el presidente de la República Dominicana, Lic. Danilo Medina, ha reiterado en múltiples ocasiones su compromiso con un ajuste ordenado del gasto y el saneamiento de las finanzas públicas.

Por tanto, aunque los dominicanos no nos caracterizamos por pensar mucho en el largo plazo, para resolver el tema de la deuda no tenemos muchas alternativas. Necesitamos “paciencia fiscal” para que actuando de manera sistemática y gradual, podamos ver en el futuro los resultados, priorizando el interés colectivo por mantener la estabilidad macroeconómica para lo cual, en palabras de Muhammad Yunus, Premio Nóbel de la Paz 2006, “[d]ebemos dejar a un lado nuestras diferencias, incluso nuestras fronteras, lenguaje, economía, política y cultura, y trabajar codo con codo para lograr soluciones que sean más grandes que los problemas a los cuales nos enfrentamos.”

Publicado originalmente en Página Abierta del BCRD el 11 de diciembre, 2013

SOSTENIBILIDAD FISCAL Y ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN LA REPÚBLICA DOMINICANA (I DE II)



*Harold Vásquez, Subdirector de Análisis de Sector Externo
y Rafael Rivas, Técnico Asesor**

En un artículo publicado en el blog *Página Abierta*, el pasado 8 de noviembre, titulado “¿Cuál es el verdadero nivel de deuda pública de la República Dominicana?”, el Banco Central de la República Dominicana (BCRD), intentó explicar a la opinión pública la correcta metodología de cálculo y el monto de la deuda pública consolidada, basada en el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas de 2001 del Fondo Monetario Internacional (FMI). En esa fecha, el BCRD estableció que el monto de la deuda pública consolidada es de US\$27,109.8 millones o 45.8% del Producto Interno Bruto (PIB) al 30 de septiembre de 2013. Adicionalmente, la institución señaló cuales fueron los principales factores tanto internos como externos que influenciaron la trayectoria del endeudamiento público de nuestro país durante la última década. Este anuncio se hizo eco de inmediato en todos los medios de comunicación a nivel nacional, debido a la trascendencia que tiene el tema de la deuda y su impacto en el crecimiento y desarrollo de la nación. En esta ocasión, se ha considerado de suma importancia abordar otro punto relacionado a este tema, el cual es motivo de preocupación para la opinión pública, que se refiere a si, dada las políticas actuales, el nivel de la deuda pública dominicana es sostenible en un horizonte de mediano plazo y largo plazo.

Existen diversas opiniones de economistas en los medios de comunicación locales que expresan preocupación sobre el nivel y la sostenibilidad de la deuda dominicana. Algunos han llegado a sugerir que la base del

* Actualmente es Gerente de Inversiones del Scotiabank.

crecimiento económico dominicano está fundamentada en el endeudamiento público. Otras opiniones también sugieren que el incremento observado en los últimos años en los compromisos de deuda pública podría causar serios problemas de solvencia en el mediano plazo debido a que las recaudaciones no serán suficientes para solventar los compromisos del estado. En general, estos argumentos apuntan a que la sostenibilidad de la deuda pública dominicana podría estar amenazada. Sin embargo, al momento, las discusiones presentadas en la opinión pública sobre este importante tema no presentan evidencias metodológicas que permitan evaluar si las políticas fiscales actuales ponen en riesgo la solvencia del estado en el mediano o largo plazo.

Con esto, no pretendemos ilegitimar las preocupaciones externadas en los medios sobre la sostenibilidad del endeudamiento dominicano. Más bien, nuestra posición es que este tema sea abordado desde un punto de vista más riguroso que permita evaluar si, dada las políticas actuales, el esfuerzo de reducir el déficit fiscal que está realizando el Gobierno corresponde con el objetivo de dirigir la trayectoria del endeudamiento hacia una senda que garantice su sostenibilidad, manteniendo los niveles de crecimiento y estabilidad que han caracterizado la economía dominicana durante la última década.

En un artículo publicado, en el blog Página Abierta del BCRD, el 11 de diciembre de 2013 titulado “Paciencia Fiscal”, el economista Frank Fuentes expuso que el tema de la deuda debe analizarse desde una perspectiva de mediano y largo plazo. Más aún, los países de América Latina que han podido reducir de manera significativa su nivel de deuda—esto es, reducir el ratio deuda/PIB en más de la mitad—manteniendo una senda estable de crecimiento, lo han hecho en un periodo mayor a dos décadas, como es el caso de Chile (27 años), Perú (22 años), Panamá (21 años) y Paraguay (22 años).

Por consiguiente, para contribuir y ampliar en el debate, presentamos un análisis de la sostenibilidad de la deuda pública dominicana basado en las herramientas propuestas por Burnside¹ (2005), las cuales son avaladas por el Grupo Temático sobre la Calidad de los Ajustes Fiscales (en inglés Quality of Fiscal Adjustment Thematic Group) perteneciente al Banco Mundial. Al inicio, discutiremos aspectos conceptuales básicos utilizados

1 Craig Burnside fue director del Grupo Temático sobre la Calidad de los Ajustes Fiscales y economista del Grupo de Política Económica para la Reducción de Pobreza del Banco Mundial (1995-2002). Actualmente, él es profesor de la Universidad de Duke.

dentro del análisis de sostenibilidad, para luego presentar un conjunto de estimaciones sobre posibles trayectorias del déficit presupuestario compatibles con los objetivos de nivel de endeudamiento del Gobierno dominicano. Estas trayectorias podrían ser comparadas con las políticas fiscales actuales para tener un punto de referencia sobre la sostenibilidad del endeudamiento. Finalmente, se presenta una breve discusión de las reformas implementadas en dos países latinoamericanos, Chile y Perú, que en un periodo de casi dos décadas pudieron reducir su endeudamiento a los niveles más bajos de la región.

Conceptos Generales Aplicados al Análisis de Sostenibilidad Fiscal

Para abordar el tema sobre la sostenibilidad de la deuda pública, primero es imprescindible definir el concepto de solvencia. Dentro de la teoría de las Finanzas Públicas, decimos que el Gobierno es solvente cuando este mantiene la capacidad de cumplir sus compromisos financieros sin caer explícitamente en una situación de quiebra o impago (default) con sus acreedores. El concepto de sostenibilidad fiscal es mucho más amplio ya que además de tomar en cuenta la solvencia del estado considera si el conjunto de políticas fiscales (i.e., políticas de ingresos y gastos del Gobierno) implementadas al momento pueden afectar la capacidad de cumplimiento de los compromisos del estado en el mediano o largo plazo. Específicamente, la sostenibilidad fiscal (o sostenibilidad de la deuda) se define como “la capacidad del Gobierno de mantener el conjunto de políticas fiscales actuales sin sacrificar la solvencia” (Burnside, 2005, pgs. 11-12).

En otras palabras, la deuda de un país es sostenible si el Gobierno es capaz de mantener sus compromisos de pago futuros sin la necesidad de realizar un cambio drástico en las políticas de ingresos y gastos que actualmente ejecuta. Por otro lado, cuando un conjunto de políticas fiscales, que son mantenidas de forma indefinida, pueden llevar la economía a una situación de insolvencia (o impago de deuda), entonces decimos que las políticas son insostenibles. Dada la estrecha relación que guarda el déficit del sector público con la evolución del nivel de endeudamiento, en general,

el análisis de sostenibilidad fiscal se realiza en base a establecer un nivel de déficit fiscal que pueda alcanzar un objetivo de nivel de endeudamiento en el mediano plazo que no ponga en peligro la solvencia del estado. Es importante señalar que la variable a observar dentro de los análisis de sostenibilidad fiscal es el Déficit Primario del Gobierno, el cual obtiene de sustraer los gastos totales, excluyendo el pago de intereses de deuda, de los ingresos totales.

El *cuadro 1* muestra la evolución de la deuda pública consolidada dominicana, tanto en millones de dólares como porcentaje del PIB. Al 31 de octubre de 2013, el monto de la deuda pública consolidada ascendió a US\$27,581.9 millones, cifra equivalente a 45.8% del PIB. Si bien llama la atención que la tabla muestra que la deuda pública consolidada proyectada a final del 2013 aproximadamente se ha triplicado durante la última década, para la realización del análisis de sostenibilidad es necesario considerar la evolución de mediano y largo plazo del crecimiento del endeudamiento con respecto al crecimiento de la economía y al tipo de interés pagado por el financiamiento, para poder argumentar si el nivel actual de deuda atenta con la solvencia del Gobierno. Adicionalmente, la tabla presenta la estrecha relación existente entre la deuda pública consolidada y el déficit global y primario del Gobierno: los años de mayor déficit fiscal también coinciden con los años de mayor aumento de stock de deuda. La relación que existe a través del tiempo entre los cambios del stock de deuda pública y el déficit primario del estado se le denomina restricción presupuestaria intertemporal, y esta es utilizada para el análisis de sostenibilidad de la deuda.

Por ejemplo, una primera condición para garantizar la condición de solvencia del Gobierno es asumir que, dada su restricción presupuestaria, el estado no puede endeudarse indefinidamente a través del tiempo para cubrir el déficit presupuestario, el cual consiste en el déficit primario más el pago de intereses por los compromisos de deuda. Esto es, en el argot popular, “endeudarse para pagar deudas” indefinidamente. Esta condición, conocida en la literatura económica como la condición de “no juegos Ponzi”, se sostiene si, en el largo plazo, la deuda pública crece más lentamente que la tasa de interés que devenga. Adicionalmente, el crecimiento de la economía es un factor importante a considerar en el análisis ya que

de este depende que algunos indicadores, como el ratio deuda sobre PIB, tiendan hacia niveles estables dentro de un horizonte de tiempo razonable.

Cuadro 1
Estadísticas Fiscales de la República Dominicana
(cifras en millones US\$ y como % del PIB)

	2000	2004	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (Proy.)
Deuda Pública Consolidada	4,387.7	10,874.8	15,445.5	17,570.1	19,705.3	21,980.6	24,837.3	27,870.6
%PIB	18.4%	48.1%	33.8%	37.6%	38.1%	39.5%	42.1%	46.3%
Deuda Externa	3,658.3	6,376.4	8,178.6	9,374.8	11,057.4	12,760.9	13,887.5	15,725.1
%PIB	15.4%	28.2%	17.9%	20.1%	21.4%	22.9%	23.6%	26.1%
Deuda Interna	729.4	4,498.4	7,266.9	8,195.3	8,647.9	9,219.7	10,949.8	12,145.5
%PIB	3.1%	19.9%	15.9%	17.5%	16.7%	16.6%	18.6%	20.2%
Resultado Global Gob. Nacional (Superávit/ Déficit)	184.4	-165.9	-1,807.3	-1,560.7	-1,500.6	-1,355.8	-3,277.4	-772.2
%PIB	0.8%	-0.8%	-4.0%	-3.3%	-2.9%	-2.4%	-5.6%	-1.3%
Resultado Primario Gob. Nacional (Superávit/ Déficit) ²	327.9	122.0	-1,049.3	-711.7	-489.8	-170.6	-1,842.9	235.6
%PIB	1.4%	0.6%	-2.3%	-1.5%	-0.9%	-0.3%	-3.1%	0.4%

Fuente: Ministerio de Hacienda y BCRD.

Notas: Las proyecciones para el año 2013 se obtienen del Marco Macroeconómico, el resultado primario se obtiene restando los gastos totales (sin incluir gastos por intereses de deuda) de los ingresos totales del gobierno nacional; para el año 2013 se toman los últimos datos disponibles del resultado primario correspondientes al resultado primario acumulado al mes de septiembre.

¿Qué quiere decir esto?

Lo anterior significa que para garantizar la solvencia del Gobierno tenemos por delante varios retos. Primero, se deben implementar las reformas necesarias que garanticen que el estado no opere de manera constante con déficit presupuestarios. Estas reformas pueden ser de corte fiscal (e.g., aumentos de impuestos, reducciones de gasto, eficientización de las recaudaciones fiscales, e implementación de políticas para reducir

la economía informal, etc.) o de carácter financiero (e.g. re-colocación de deuda con títulos de mayor plazo de duración y menores tasas de interés).

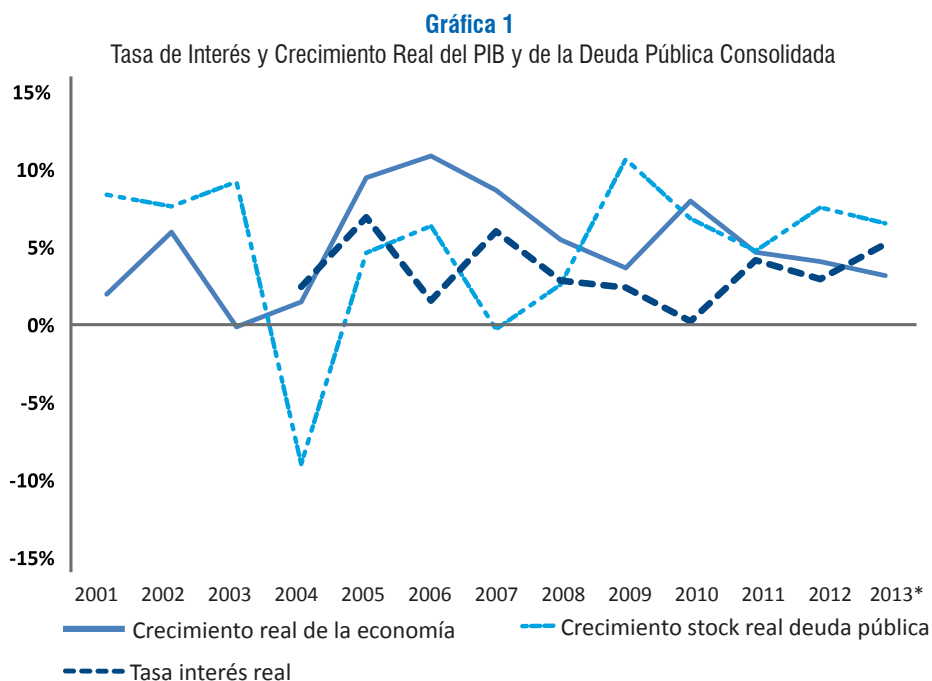
Segundo, el conjunto de reformas seleccionadas debe ser de tal forma que su aplicación no sacrifique la senda de crecimiento de la economía dominicana.

La *gráfica 1* muestra la evolución de la tasa de interés real y del crecimiento real del PIB y del stock de deuda pública consolidada, esta última deflactada por el PIB, para el periodo 2001-2013. Debido a la carencia de información desagregada, solo se presentan datos del tipo de interés real de la deuda pública a partir del año 2004.² La *gráfica 1* muestra que durante el periodo previo a la crisis financiera internacional, años 2004-2008, la tasa de crecimiento de la economía se mantuvo por encima del crecimiento del stock de deuda real, lo que de mantenerse en un horizonte razonable de tiempo podría garantizar que la posición fiscal sea sostenible debido a que la razón deuda sobre PIB no crecería de forma explosiva. En general, durante el periodo 2001-2013, el crecimiento real promedio de la economía (5.01%) fue ligeramente superior al crecimiento real del stock de deuda (4.90%); se presta especial atención al año 2009 en donde el crecimiento del stock real de la deuda (10%) es significativamente mayor al crecimiento real de la economía (4%), debido al efecto que tuvo el aumento de los precios internacionales de los alimentos y del petróleo que, combinados con la crisis global, deterioraron la cuenta corriente de los países importadores netos de materias primas.

Otro punto importante que muestra la *gráfica 1* es que, a excepción del año 2013, la tasa de crecimiento de la economía ha estado consistentemente por encima del tipo de interés real de la deuda, lo que permite que pueda cumplirse la condición de solvencia en un horizonte de mediano plazo a pesar de que el Gobierno incurra en déficit primarios. Es decir, el crecimiento económico de los últimos años ha permitido que el Gobierno haya incurrido en déficit fiscales consecutivos sin poner en riesgo significativo la solvencia del estado. Adicionalmente, en el periodo 2004-2008, cuando el promedio del crecimiento económico (7.8%) ha estado por encima del crecimiento del stock de deuda (0.7%), el ratio deuda

² Para construir la tasa de interés real primero se obtuvo la tasa de interés nominal utilizando el monto total de intereses pagados de la deuda pública consolidada como porcentaje de la deuda pública consolidada y luego restando la tasa de inflación del periodo siguiente.

sobre PIB ha caído significativamente (ver cuadro 1). Esto quiere decir que el crecimiento sostenido de la economía reduce de manera significativa el riesgo de que el país pueda caer en una situación de insostenibilidad de su deuda.³



Nota: * Año 2013 corresponde a proyecciones.

Fuente: BCRD y Dirección General de Crédito Público (DGCP).

Aplicación de herramientas para el análisis de sostenibilidad fiscal

En la presente sección, utilizamos herramientas provistas por Burnside (2005) para llevar a cabo un análisis del stock de deuda como porcentaje del PIB de la economía dominicana. El ejercicio realizado consiste en primero determinar el balance primario, como porcentaje del PIB, necesario para mantener el ratio del stock de deuda sobre PIB contante, tomando como dados valores de largo plazo de variables como la inflación, el crecimiento real y la tasa de interés real. Luego, en un segundo ejercicio intentamos

³ Para que el análisis de sostenibilidad que se realiza en el documento tenga sentido, en el largo plazo se requiere que la tasa de interés real (r) sea mayor a la tasa de crecimiento real de la economía (g); si se diera el caso contrario, $r < g$, cualquier evolución del déficit primario resultaría en una situación de solvencia para el Gobierno. Es decir, la economía caería en lo que se conoce como una “ineficiencia dinámica” debido a que el Gobierno podría emitir deuda y hacer una renovación de la misma por infinitos periodos, sin nunca incrementar impuestos, y emitir nueva deuda para realizar los pagos de interés (ver Blanchard y Weil, 2001).

determinar el balance primario, como porcentaje del PIB, necesario para alcanzar un nivel objetivo de un ratio del stock de deuda sobre PIB del 40%, acorde a lo sugerido en la última misión del Artículo IV realizada por el FMI en el 2012.

Las herramientas de Burnside (2005) surgen de emplear la restricción presupuestaria del Gobierno que asume que, durante múltiples periodos, el Gobierno financia su deuda recaudando ingresos por señoreaje y acumulando balances primarios superavitarios descontados al presente con una misma tasa de interés real. Al aplicar estas herramientas que asumen horizontes largos de tiempo, utilizamos la versión de estado estacionario de las variables involucradas en el análisis.

Ejercicio No.1: Manteniendo el nivel de deuda constante a 46.3% del PIB

Al aplicar la primera herramienta buscamos responder la siguiente pregunta: ¿Cuál es el balance primario necesario, como % del PIB, que necesita la economía dominicana para mantener su razón de deuda sobre PIB constante? Como nivel de deuda elegimos lo proyectado para el final del año 2013, esto es, un nivel de deuda de 46.3% del PIB. En otras palabras, se busca el balance primario que haga posible la sostenibilidad de un nivel de deuda de 46.3% del PIB.⁴

Para llevar a cabo el análisis necesitamos valores de estado estacionario de diferentes variables de la economía dominicana. Para el caso de la inflación y el crecimiento real, se asumen valores del 4% y 5%, respectivamente; estos valores se obtienen del pronóstico al año 2018 realizado por el *World Economic Outlook* (WEO), ya que corresponden a los valores de estado estacionario de la economía. Se asume una tasa de interés real de 5.82%, la cual obtenemos tomando el rendimiento a la madurez de los bonos soberanos emitidos en dólares de EEUU que vencen en el 2024 (6.60%) y luego ajustando por una tasa de depreciación esperada del peso respecto al dólar del 3.2% y por la inflación de estado estacionario (4%).

El [cuadro 2](#) presenta los resultados de la aplicación de la primera herramienta para el análisis de la sostenibilidad de la deuda en un nivel del

⁴ La cifra de un nivel de deuda de 46.3% del PIB corresponde a la proyección para final del año 2013, realizada por la División de Análisis de Deuda del Departamento Internacional del BCRD.

46.3% del PIB. Podemos observar que, dado los valores de crecimiento real, inflación y tasa de interés real mencionados anteriormente, el balance primario necesario para que un nivel de deuda de 46.3% del PIB sea sostenible (o mantenido en el tiempo) es de -0.81% del PIB.

Cuadro 2

Balance primario necesario para que la deuda pública como % del PIB sea sostenible (46.3%)

Variables	Valores de estado estacionario (%)
Crecimiento Real	5.00
Inflación	4.00
Tasa de Interés Real	5.82
Balance primario como % del PIB	-0.81

Nota: El Balance Primario consiste en la diferencia entre ingresos y gastos del Gobierno, excluyendo de este último los pagos de intereses de deuda.
Fuente: BCRD y DGCP.

A septiembre de 2013, según estadísticas del BCRD, el balance primario del Gobierno nacional refleja un superávit de 0.4% del PIB, cifra que representa un ajuste considerado si lo comparamos con el déficit de 3.1% del año 2012. A su vez, el superávit reflejado a septiembre es superior en 1.2% del PIB (aproximadamente US\$720 millones) al balance primario requerido para mantener la deuda constante en un nivel de 46.3% del PIB.

En la segunda y última parte de este trabajo, la cual será publicada próximamente, continuamos el uso de la metodología de Burnside (2005), aplicada en el ejercicio anterior, para responder la siguiente pregunta: ¿Cuál es el balance primario necesario, como % del PIB, que necesita la economía dominicana para reducir la deuda desde 46.3% hasta 40% del PIB en un horizonte de mediano o largo plazo? Además, en la segunda entrega tratamos, a nivel internacional, el tema de los episodios de default de deuda y la relación que guardan los default tanto con el nivel como con el servicio de la deuda pública en los países en vía de desarrollo.

SOSTENIBILIDAD FISCAL Y EL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN LA REPÚBLICA DOMINICANA (II DE II)



*Harold Vásquez, Subdirector de Análisis de Sector Externo
y Rafael Rivas, Técnico Asesor**

En la entrega anterior, publicada el 30 de diciembre de 2013, se discutieron los conceptos fundamentales para el análisis de sostenibilidad fiscal y se realizó un ejercicio sobre la sostenibilidad de la deuda pública, aplicando las herramientas de análisis del Grupo Temático sobre la Calidad de los Ajustes Fiscales (en inglés Quality of Fiscal Adjustment Thematic Group) perteneciente al Banco Mundial (ver “Sostenibilidad Fiscal y Endeudamiento Público en República Dominicana (I de II)”, Página Abierta, 26/12/2013 y Listín Diario, 30/12/2013). Los resultados de dicho trabajo indican que a pesar de observar un crecimiento del endeudamiento público con relación al PIB, el crecimiento económico sostenido durante la última década ha reducido el riesgo de insolvencia del estado dominicano. También, el resultado del primer ejercicio de sostenibilidad arrojó que si el Gobierno desea mantener la deuda constante al nivel proyectado a finales de 2013, esto es, 46.3% del Producto Interno Bruto (PIB), el Gobierno debe comprometerse a mantener un déficit primario de 0.81% del PIB. Dado que a septiembre de 2013, el Gobierno mantenía un superávit primario de 0.4% del PIB, dicha meta puede ser sostenida con holgura. Es importante destacar que según los nuevos resultados del desempeño de la economía dominicana, el monto actual de la deuda a cierre del 2013 es de 45.9% del PIB.

* Actualmente es Gerente de Inversiones del Scotiabank.

En esta ocasión, se plantea un ejercicio alternativo que consiste en el establecimiento de distintas metas de déficit presupuestario que podrían ayudar a alcanzar el objetivo de reducir la deuda pública consolidada desde 45.9% hasta 40% del PIB en los próximos años. Luego, se analiza el estado de la deuda pública de la República Dominicana dentro del contexto internacional. Los datos recopilados muestran que el nivel de deuda consolidada, con relación al PIB, de República Dominicana esta cercana al nivel promedio de la región. Sin embargo, este indicador podría presentar serias debilidades para predecir situaciones de crisis y, por ende, es necesario que se consideren otras variables que aproximen mejor la posibilidad de insolvencia del estado. Como ha señalado el Gobernador del Banco Central de la República Dominicana (BCRD), Lic. Héctor Valdez Albizu, en diversos discursos y pronunciamientos, entre los indicadores que se podrían considerar se encuentran el peso que tiene el servicio de la deuda dentro del total de recaudaciones tributarias, el servicio de la deuda con relación al total de exportaciones y remesas, entre otros (para detalles, véase “Discurso del Gobernador Héctor Valdez Albizu a la Asociación de Industriales de la Región Norte”, Santiago de los Caballeros, 25/11/ 2009). Finalmente, se discuten algunas opciones de reformas que podría considerar el Gobierno dominicano con el objetivo de garantizar en el futuro la sostenibilidad fiscal, incluyendo la reestructuración de la deuda y la adopción de reglas fiscales.

Ejercicio No.2: Reduciendo el nivel de deuda de 45.9% hasta 40% del PIB

El presente ejercicio tiene como objetivo determinar el balance primario necesario para reducir el stock de deuda desde 45.9% hasta un 40.0% del PIB en un horizonte de mediano plazo. En este caso, se define el mediano plazo como un horizonte de tiempo que podría ir desde 4 hasta 20 años. Se entiende que será la tarea de los hacedores de política elegir el plazo más conveniente para la reducción del nivel de endeudamiento, sin poner en peligro la senda de estabilidad que ha mostrado la economía dominicana durante la última década.

Para la aplicación de esta herramienta, se asumen los mismos valores de estado estacionario empleados en el primer ejercicio (ver artículo publicado el 30 de diciembre de 2013). La razón de plantearnos reducir la deuda pública hasta el 40% del PIB, se debe a que este nivel es consistente con las sugerencias sobre el nivel de deuda para el año 2017 planteadas en el Reporte de Consulta del Artículo IV de 2012 del Fondo Monetario Internacional (FMI). En el ejercicio, se juega con el número de años requerido para alcanzar el nivel objetivo de deuda; asumiendo inicialmente un periodo de 4 años, que corresponde al 2017, para luego ir asumiendo periodos de 6, 10, 15 y 20 años. Para cada caso se responde la pregunta de cuánto debe de ser, año tras año, el balance primario constante (como % del PIB) que el Gobierno debe exhibir para cumplir con el objetivo de deuda en el periodo establecido.

El *cuadro 1* presenta los resultados de la aplicación de la segunda herramienta para el análisis de sostenibilidad. Como indican los resultados, el Gobierno necesitaría obtener superávits primarios de 0.64% y 0.15% del PIB si quisiera reducir el nivel de deuda a un 40% del PIB en un periodo de 4 y 6 años, respectivamente. Al nivel del PIB proyectado para finales de 2013, esto equivale a mantener superávits de aproximadamente US\$390 y US\$90 millones, respectivamente. A medida de que los periodos requeridos para alcanzar el nivel objetivo de deuda se hacen más largos, el Gobierno debe emplear un menor esfuerzo para reducir la deuda; es decir, el balance primario requerido se hace menos positivo (o menos superavitario). De hecho, si el Gobierno decidiera reducir el nivel de deuda desde 45.9% hasta 40.0% del PIB en un periodo de 20 años, solo tendría que comprometerse a mantener déficit primarios de 0.54% del PIB.

Cuadro 1

Balance primario necesario para llevar deuda pública como % del PIB de 45.9% a 40%

Variables	Valores de estado estacionario (%)	Plazos	4 años	6 años	10 años	15 años	20 años
Crecimiento Real	5.00	Balance Primario (%PIB)					
Inflación	4.00		0.64	0.15	-0.25	-0.44	-0.54
Tasa de Interés Real	5.82						

Fuente: Banco Central de la República Dominicana (BCRD).

Nivel de Deuda de la República Dominicana dentro del Contexto Internacional

Hemos discutido algunas opciones de resultado presupuestario que el Gobierno podría intentar alcanzar en caso que desee mantener o reducir el nivel de deuda pública a un objetivo dado. Sin embargo, note que estos ejercicios se han efectuado sin realizar consideraciones sobre si el nivel de deuda podría considerarse como “adecuado”, es decir, si corresponde con las características estructurales y está acorde a las variables fundamentales de la economía. Este punto es de mucho interés en los debates sobre sostenibilidad de la deuda porque con frecuencia las discusiones se centran en establecer si el nivel de deuda es “muy alto” o si está alcanzando niveles insostenibles para el Gobierno.

En general, al establecer consideraciones sobre el nivel de deuda, los analistas utilizan como práctica común realizar comparaciones de la razón deuda sobre producto entre distintas economías, agrupándolas por tamaño o similitud en su nivel de desarrollo. Esta práctica, aunque sirve como referencia para establecer la posición de endeudamiento de una nación con relación a países de características similares, no es concluyente para indicar si la economía presenta riesgos de insolvencia. Por ejemplo, aunque podamos decir cómo se encuentra el endeudamiento de la República Dominicana con respecto a algunos países de la región, no es posible establecer si el endeudamiento de los países mostrados corresponde con las características y/o el tamaño de sus respectivas economías. A pesar de esta limitante, adelante se muestran algunas gráficas comparativas ya que sirven como punto de partida para la discusión.

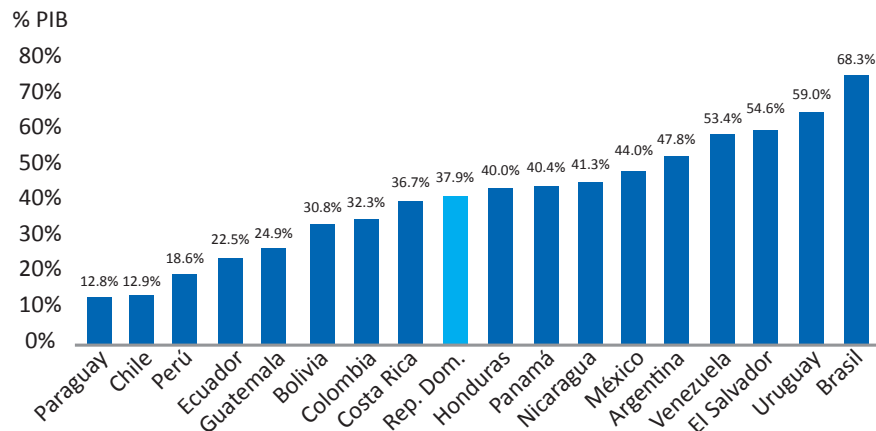
La *gráfica 1* muestra la deuda bruta del Gobierno central, como porcentaje del PIB, para los países de la región de latinoamericana. A diferencia de la figura anterior, la deuda bruta del Gobierno central no incluye la deuda de instituciones del Sector Público Financiero (SPF), como es el caso de la deuda del Banco Central.¹ Como se observa, el nivel de deuda sobre producto de la República Dominicana (37.9%) está muy cercano al nivel promedio de la región (37.7%). También, es importante notar que el nivel de endeudamiento no guarda una estrecha relación con el tamaño

¹ Para ver la composición y clasificación de la deuda pública dominicana, ver el documento titulado “¿Cuál es el verdadero nivel de deuda pública de la República Dominicana?”, publicado el 8/Nov/2013 en Página Abierta.

de las economías. Específicamente, la gráfica muestra que en la región existen economías grandes tanto con niveles bajos de endeudamiento (e.g., Chile y Perú) como con niveles altos de endeudamiento (e.g., Venezuela y Brasil). El mismo patrón se observa en economías pequeñas, como Ecuador y Uruguay.

Gráfica 1

Deuda Bruta del Gobierno Central en América Latina
Año 2013, Proyección

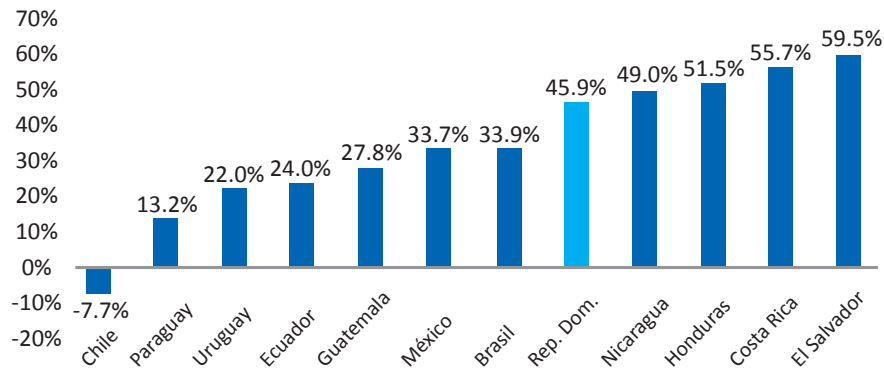


Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook a octubre de 2013.

En la *gráfica 2* se muestra la deuda pública consolidada neta, de deuda intragubernamental, para un número más reducido de países de la región de los cuales se encontró información. Al observar la deuda consolidada de los países de Centroamérica, Guatemala se destaca por poseer un nivel de deuda pública consolidada muy por debajo de sus vecinos países. La República Dominicana, de incluirla en este grupo, ocupa el segundo lugar en endeudamiento, el cual se coloca entre 10 y 15 puntos porcentuales por debajo de la deuda que tienen Costa Rica y El Salvador, respectivamente. En el caso de Chile, la deuda consolidada neta negativa indica que el Gobierno es un acreedor neto.

Gráfica 2

Deuda Pública Consolidada Neta* en América Latina
2013, como % del PBI



Nota: *Deuda Neta Intergubernamental.

Fuente: Tomada de los Bancos Centrales y Ministerios de Finanzas de cada país.

Episodios de default

En la sección anterior se mostró que cuando consideramos el indicador de deuda sobre producto, tanto la deuda bruta del Gobierno central como la deuda consolidada de República Dominicana se encuentran muy por debajo de los niveles mostrados en países de Centroamérica y del resto de la región. A su vez, el nivel de endeudamiento no parece estar directamente asociado con el tamaño de las economías debido que es posible observar en la región países grandes como pequeños con niveles de endeudamiento muy por encima o por debajo del promedio de su grupo. Esto lleva a preguntarse si es posible establecer un nivel de deuda, con relación al producto, que podría poner en una situación de insolvencia (o default) a un país o grupo de países determinados. Como se muestra a continuación, la respuesta a esta interrogante no es sencilla.

¿Qué sabemos sobre los default de deuda?

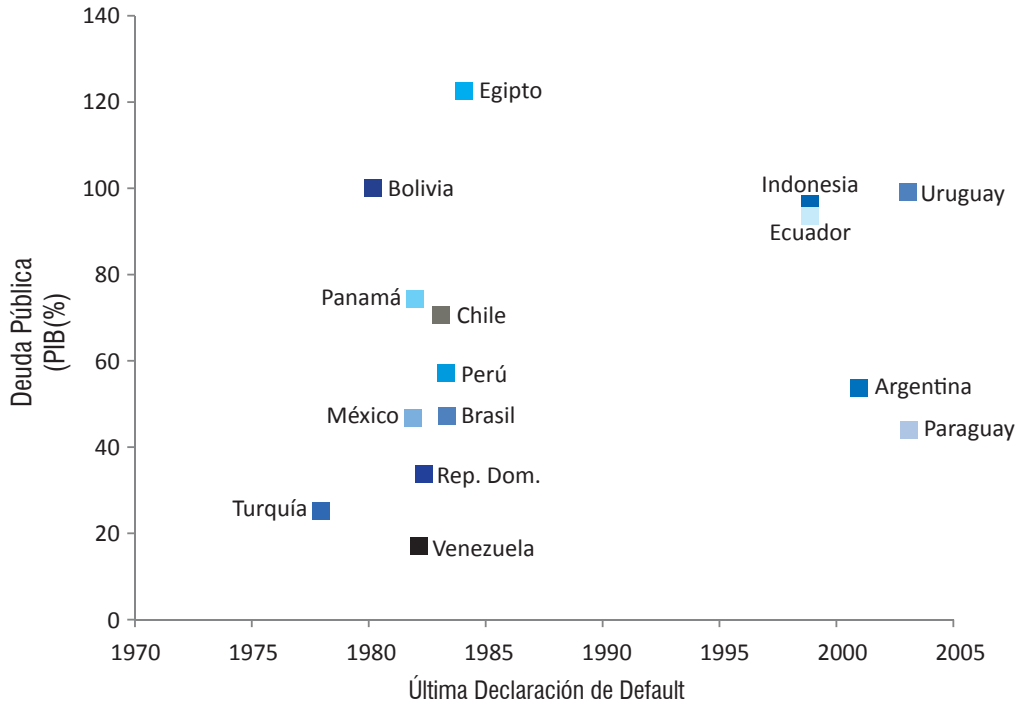
Según las investigaciones científicas, los episodios de defaults de deuda se encuentran estrechamente relacionados entre sí, ya sea por región, tamaño de las economías y momento de ocurrencia en el tiempo (Lindert y Morton, 1989; Marichal, 1989; Suter, 1989, 1992). A su vez, los episodios de default pueden estar relacionados con los ciclos de auge y decadencia

de flujos de capitales internacionales (Reinhart and Rogoff, 2009). Sin embargo, al momento, los estudios científicos no muestran evidencia contundente de que los default de deuda pública estén estrechamente relacionados con un nivel particular del ratio deuda sobre producto. Por ejemplo, a inicio de los años 20 las crisis de deuda afectaron a Alemania, Japón, Canadá, Argentina, Brasil y Cuba; en los 70 y 80, afectaron a América Latina, España, Yugoslavia, Rumania, Polonia, Turquía, Egipto e Indonesia, además de algunos países africanos; en los 90 afectaron a algunos países de América Latina, economías emergentes de Asia, y estados ex comunistas de Europa del este. En algunos casos, la imposibilidad de pagar es consecuencia de situaciones políticas tumultuosas, como lo son guerras, revoluciones o conflictos civiles, como lo acontecido durante la época de postguerra (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2007).

La *gráfica 3* presenta el ratio de deuda pública sobre PIB en el momento en que se produjeron episodios de default en un grupo de países seleccionados según la disponibilidad de información. Como se mencionó anteriormente, la gráfica muestra que los episodios de default pueden estar relacionados por la fecha de ocurrencia, las regiones geográficas y el tamaño relativo de las economías. Es de notar el número importante de episodios de default en América Latina durante la década de los 80 debido a la conocida crisis de deuda. Más aún, la gráfica sugiere que no existe una estrecha relación entre el ratio deuda sobre PIB y la posibilidad de default de deuda. Es decir, los episodios de default pueden ocurrir en economías tanto con alto como con bajo nivel de endeudamiento con relación al producto. Por ejemplo, Egipto declaró default en 1984 con un ratio deuda/PIB de 123%. Esto contrasta significativamente con el caso de República Dominicana, la cual registró un episodio de default en 1982 con un nivel de deuda sobre producto de aproximadamente 33%.

A pesar de solo contar con algunos casos seleccionados, la *gráfica 3* sugiere que el nivel del indicador deuda sobre producto no es eficaz para predecir situaciones de insostenibilidad o default de deuda. Esta evidencia es ampliamente documentada en los trabajos de Reinhart y Rogoff (2008, 2009), el cual documenta varios siglos de episodios de crisis financiera a nivel mundial. En general, estos autores concluyen que los países en vías de desarrollo tienden a presentar episodios de crisis y default con niveles de deuda que oscilan entre 35% y 45% del PIB, los cuales son niveles de endeudamiento significativamente más bajos que los observados en países desarrollados.

Gráfica 3
Últimos Defaults según Nivel de Deuda Pública
(como % del PIB)



Fuente: Datos de Deuda Pública sobre PIB de la Base de Datos de Deuda Pública del FMI.
Las fechas de los episodios de default de Sturzenegger y Zettelmeyer (2007).

Indicadores de Riesgo de Insolvencia

Ahora, cabe preguntarse, ¿Si el endeudamiento con relación al producto no es un buen indicador de la solvencia del estado, entonces, qué otros indicadores podríamos utilizar para monitorear el desempeño de la deuda y alertar sobre una posible crisis?

Una de las posibles razones por las cuales las economías en vías de desarrollo presentan problemas de solvencia fiscal a niveles relativamente bajos de endeudamiento se debe al peso sobre el presupuesto del Gobierno que tiene el pago del servicio de la deuda, esto es, pagos periódicos de interés más capital. El pago del servicio de deuda puede alcanzar montos cuya magnitud podrían atentar contra la solvencia y sostenibilidad del endeudamiento público, incrementan la probabilidad de defaults, e impiden la realización de políticas sociales y de promoción del desarrollo.

Los problemas que se derivan de tener pagos del servicio de deuda de magnitudes significativas son obviados cuando solo nos enfocamos en indicadores como el ratio de deuda sobre producto. De hecho, es posible que se de el caso que una nación mantenga un elevado pago de servicio de deuda, con relación a sus ingresos tributarios, mientras su ratio de deuda sobre PIB este declinando. Esto podría ser ocasionado cuando el tamaño de la economía informal es importante con relación al total de la actividad económica de la nación. Por lo general, los países en vías de desarrollo presentan escasa capacidad de establecer tributos al sector informal, lo que puede provocar que el dinamismo económico no esté al unísono con el crecimiento de las recaudaciones fiscales. Más aún, es posible que el dinamismo económico esté fundamentado en sectores formales de escasa tributación, como es el caso que tiene el sector servicios en la República Dominicana. Todos estos factores pueden ocasionar que el nivel de deuda de los países con relación al tamaño de sus economías no corresponda con el peso que podría tener el servicio de la deuda con relación a las recaudaciones fiscales.

El *cuadro 2* muestra la evolución del servicio de la deuda del Gobierno central de República Dominicana, para el periodo 2010-2014. En los últimos años, el servicio total de deuda ha estado creciendo de manera significativa tanto como porcentaje del PIB como de los ingresos tributarios. Según las informaciones del presupuesto original de ingresos y gastos del estado, para 2014 el servicio de la deuda representará un 45.3% del total de ingresos tributarios. Este monto es de magnitud importante e impone significativas restricciones a la capacidad de realizar políticas públicas, si adicionalmente consideramos otros compromisos fijos en que debe incurrir el Gobierno central, como son el pago del subsidio eléctrico y las asignaciones fijas presupuestarias que por ley debe hacer el Gobierno a algunos ministerios. Adicionalmente, el *cuadro 2* muestra el servicio de la deuda con relación al total de exportaciones y la entrada de recursos por remesas. Este indicador, podría alertar sobre la disponibilidad de liquidez, o divisas, que dispone la economía para el pago de sus compromisos inmediatos. La tendencia de este indicador es creciente debido al aumento observado en el servicio de la deuda.

Cuadro 2

Servicio de la deuda del Gobierno central dominicano
(cifras en millones de RD\$, proyección para 2014)

	2010	2011	2012	2013	2014
Servicio Deuda Externa	37,484.9	42,188.0	41,768.0	66,888.0	96,698.5
% Ingresos Tributarios	15.4%	15.5%	13.4%	18.3%	23.9%
% PIB	1.9%	2.0%	1.8%	2.7%	3.6%
Servicio Deuda Interna	56,923.3	64,574.8	77,232.4	73,076.6	86,319.3
% Ingresos Tributarios	23.3%	23.6%	24.7%	20.0%	21.4%
% PIB	2.9%	3.0%	3.4%	2.9%	3.1%
Servicio Total de Deuda	94,408.2	106,762.8	119,000.4	139,965.1	183,017.8
% Ingresos Tributarios	38.7%	39.1%	38.1%	38.3%	45.3%
% PIB	4.8%	5.0%	5.2%	5.6%	6.7%
% Valor Exportaciones	37.9%	33.0%	33.4%	34.9%	38.4%
% Valores Exportaciones + Remesas Familiares	26.3%	24.0%	24.7%	26.0%	29.1%

Nota: Datos incluyen la disminución de Pasivos con Proveedores (Deuda Administrativa).
Fuente: Dirección General de Crédito Público (DGCP) y BCRD.

Esta situación llama a las autoridades a la necesidad de implementar reformas fiscales y financieras que continúen garantizando la situación de solvencia que ha mantenido el estado dominicano durante la última década, manteniendo la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo y largo plazo. Al igual que lo expuesto por el economista Frank Fuentes (2013) en su artículo “Paciencia Fiscal” (Página Abierta, 11/12/2013), entendemos que estas reformas deben ser sumamente debatidas e implementadas de manera gradual, de forma que no sacrifiquen la senda de crecimiento y estabilidad que ha presentado la economía dominicana en los últimos años.

Reformas: Reestructuración de Deuda y Reglas Fiscales

En los recuadros presentados en los anexos, discutimos brevemente dos casos exitosos de reforma en América Latina: Chile y Perú, donde estos países pudieron implementar una serie de medidas que les permitió reorientar la trayectoria de sus niveles de endeudamiento hacia los más bajos de la región, en un periodo de aproximadamente 15 años. En esencia,

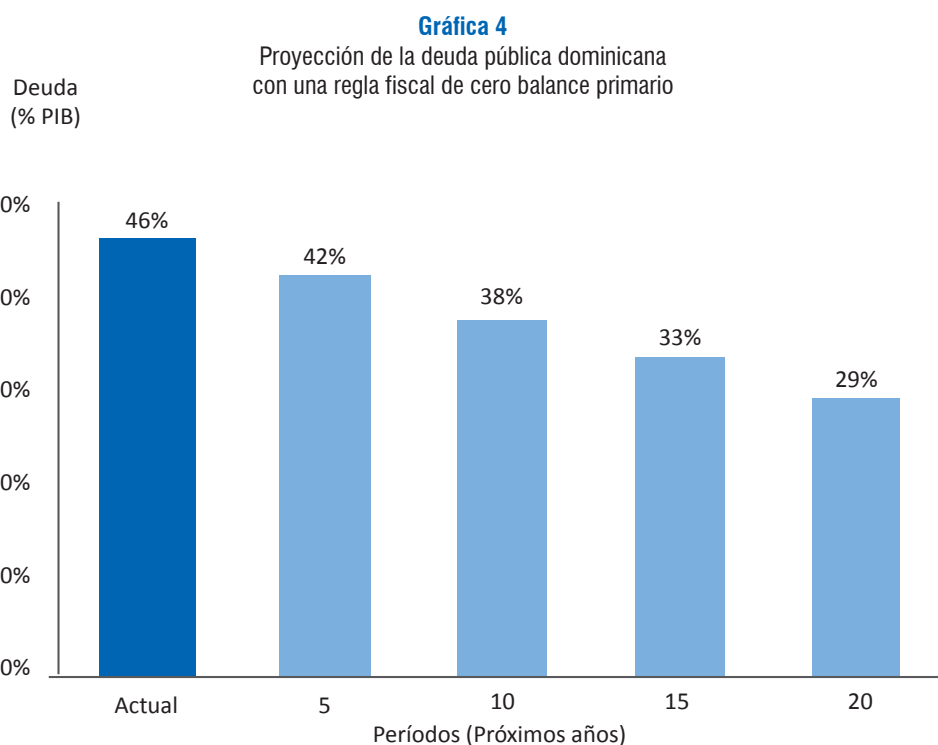
estas reformas se enfocaron en la reestructuración del stock de deuda (e.g., sustitución de deuda bancaria local por deuda internacional a menor tasa de interés y mayor vencimiento), reordenamiento de las políticas de ingresos y gastos mediante la implementación de reformas tributarias integrales, y control de la política de gasto mediante la implementación de reglas fiscales, entre otros mecanismos.

Las reglas fiscales se han constituido en un mecanismo importante para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. En esencia, una regla fiscal consiste en el compromiso del Gobierno de asumir un objetivo de resultado presupuestario durante un periodo de tiempo determinado. Las reglas fiscales pueden variar en su nivel de complejidad debido a la definición del resultado o déficit presupuestario utilizado. Por ejemplo, algunas reglas fiscales utilizan como base establecer objetivos para el resultado presupuestario contable del Gobierno, mientras que otras utilizan definiciones del resultado presupuestario que toman en cuenta ajustes por cambios en el ciclo económico (conocida como resultado presupuestario cíclico), así como también cambios en los precios de los activos financieros del estado y fuentes temporeras de ingresos (resultado presupuestario estructural). La idea de emplear definiciones presupuestarias que tomen en cuenta el comportamiento del ciclo económico se fundamenta en darle cierto grado de flexibilidad presupuestaria al Gobierno para que pueda incurrir en déficits, cuando las condiciones sean desfavorables, y superávits cuando las condiciones económicas sean favorables.

Las reglas fiscales son actualmente implementadas tanto por países desarrollados como en vías de desarrollo. Por ejemplo, Alemania, a partir del 2011, exige un déficit estructural del Gobierno federal no mayor a 0.35% del PIB. En el caso de Perú, cuya regla fiscal no considera aspectos cíclicos ni estructurales, el sector público no financiero tiene un techo presupuestario de un déficit de 1% del PIB; mientras que en Chile, el balance estructural del sector público debe ser de 0% del PIB cada año.

El establecimiento de reglas fiscales puede tener un impacto significativo en la trayectoria del nivel de endeudamiento y, por ende, en la reducción del servicio de deuda de una nación. A manera ilustrativa, el [gráfico 4](#) muestra la trayectoria, durante los próximos 20 años, del ratio de deuda sobre PIB de República Dominicana si el Gobierno decidiera mantener

una regla fiscal simple de cero déficit primario. Para estas estimaciones, se utilizaron los supuestos de proyecciones de crecimiento, tipo de interés e inflación de los ejercicios anteriores. Según estos cálculos, manteniendo un resultado primario de cero, el Gobierno dominicano podría reducir la deuda, como porcentaje del producto en cuatro puntos porcentuales en un periodo de 5 años, hasta 42% del PIB. En un periodo de 20 años, de continuar esta regla y mantenerse la proyección, la deuda pública consolidada dominicana podría reducirse significativamente hasta 29% del PIB.



Fuente: BCRD.

Conclusiones

El presente artículo intenta contribuir y ampliar el debate en torno a los niveles de deuda pública de la economía dominicana. Haciendo uso riguroso de las herramientas propuestas por el Grupo Temático sobre la Calidad de los Ajustes Fiscales (en inglés Quality of Fiscal Adjustment Thematic Group) del Banco Mundial, analizamos la sostenibilidad de la deuda pública en República Dominicana.

Particularmente, obtenemos las respuestas a las siguientes dos preguntas: (1) ¿Cuál es el balance primario necesario, como % del PIB, que necesita la economía dominicana para mantener su nivel de deuda en 46.3% del PIB? (2) ¿Cuál es el balance primario necesario, como % del PIB, que necesita la economía dominicana para reducir la deuda pública desde 46.3% hasta 40% del PIB en un horizonte de mediano o largo plazo? Con respecto a la primera pregunta nuestro análisis sugiere que el resultado primario necesario para mantener el nivel de deuda en 46.3% del PIB constante, correspondiente a proyecciones para final del 2013, es de un déficit de 0.81% del PIB; mientras que el balance primario necesario para disminuir el nivel de deuda pública hasta el 40% del PIB (nivel consistente con las estimaciones para el nivel de deuda al año 2017 del Reporte de Consulta del Artículo IV de 2012 del FMI) es de un superávit de 0.22% del PIB. Igualmente, de mantener el balance primario equilibrado (esto es, manteniendo el total de ingresos igual al total de gastos, excluyendo pago de intereses), el Gobierno podría reducir el nivel de deuda desde 46.3% hasta 40% del PIB en un periodo aproximado de 8 años.

Los ejercicios presentados al momento están basados en una serie de supuestos que simplifican mucho el análisis y facilitan su realización. Por ejemplo, se asume que los valores de largo plazo de la inflación y el crecimiento real de la economía dominicana, correspondientes a 4% y 5%, respectivamente, son los pronosticados para el año 2018 por el equipo del *World Economic Outlook* (WEO) perteneciente al FMI. La tasa de interés real utilizada en el análisis (5.82%) está basada en la última emisión de bonos soberanos, la cual se realizó en un periodo excepcionalmente bajo de los tipos de interés a nivel mundial. También, el ejercicio asume implícitamente, basado en las revisiones realizadas en el Artículo IV, que un nivel de deuda del 40% PIB sería adecuado para nuestra economía, lo cual podría ser altamente criticable. Sin embargo, el objetivo de este análisis no es tener la última palabra en el tema de sostenibilidad de la deuda pública, sino ofrecer un primer marco de referencia para el inicio de discusiones desde un punto de vista más técnico y riguroso que el empleado en la actualidad por la opinión pública.

Otro punto importante a considerar es que, en general, el análisis de sostenibilidad se basa en alcanzar niveles “adecuados” de deuda como

porcentaje del PIB y no considera el peso que tiene el servicio de la deuda dentro de los ingresos tributarios del Gobierno. En países en vías de desarrollo, donde se observa con frecuencia defaults con niveles de deuda con relación al PIB muy por debajo al observado en países desarrollados, este es un aspecto importante a considerar debido a que el servicio de la deuda puede atentar considerablemente la solvencia del Gobierno. Por ejemplo, en el caso de la República Dominicana se espera que el servicio de la deuda alcance en el año 2014 un 45.3% del total de ingresos tributarios, cifra que, al considerar otros compromisos fijos del estado (e.g., pago del subsidio eléctrico), restringe mucho la capacidad del Gobierno de realizar políticas públicas de desarrollo y redistribución de ingresos.

De mantenerse el esfuerzo fiscal que actualmente realiza el Gobierno, este análisis no vislumbra riesgos en la sostenibilidad de la deuda dominicana. Dicho esfuerzo podría ser complementado con una serie de reformas fiscales estructurales que aumenten la eficiencia del gasto público y mejoren la capacidad del Gobierno de recaudar impuestos. Estas reformas también pueden incluir aspectos financieros, como la sustitución de deuda local de alto tipos de interés por deuda internacional de menor interés y mayor vencimiento. Adicionalmente, las autoridades podrían considerar la posibilidad de implementar una regla fiscal que permita garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo. Los cálculos presentados, aunque realizados con supuestos muy simples, muestran que si el Gobierno decide mantener una regla fiscal de cero balance primario, el nivel de deuda como porcentaje del PIB podría reducirse significativamente hasta 29% del PIB en un periodo de 20 años. Este esfuerzo se parecería a los realizados por otras economías que alguna vez presentaron los niveles de endeudamiento más altos de la región y que hoy sustentan niveles de deuda más bajos, como son los casos de Perú y Chile.

Finalmente, a fin de poder continuar garantizando la situación de solvencia y mantener la sostenibilidad del nivel de deuda pública, es necesario que la sociedad junto con las autoridades dominicanas debatan e implementen de manera gradual reformas fiscales y financieras que no sacrifiquen la senda de crecimiento y estabilidad que ha presentado la economía dominicana en los últimos años. Es otras palabras, se requiere “paciencia, paciencia fiscal”.

Referencias

Blanchard, Olivier, and Philippe Weil (2001). "Dynamic Efficiency, the Riskless Rate, and Debt Ponzi Games under Uncertainty." *Advances in Macroeconomics* 1 (2): Article 3.

Banco Central de la República Dominicana, Departamento Internacional, (2012) "¿Cuál es el verdadero nivel de deuda pública de la República Dominicana?" *Página Abierta*. Banco Central de la República Dominicana. Disponible en: http://www.bancentral.gov.do/pag_abierta/bc2013-11-08.pdf.

Burnside, Craig (2005). "Fiscal Sustainability in Theory and Practice: A Handbook. World Bank".

Fuentes Brito, Frank (2013). "Paciencia Fiscal" *Página Abierta*. Banco central de la República Dominicana. Disponible en: http://www.bancentral.gov.do/pag_abierta/bc2013-12-11.pdf

Lindert, Peter & Peter Morton (1989). "How Sovereign Debt Has Worked", *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System*, Author/Editor: Jeffrey Sachs. University of Chicago Press, 39-106. Print.

Marichal, Carlos (1989). "A Century of Debt Crises in Latin América: From Independence to de Great Depression, 1820-1930". Princeton University Press.

Reinhart, Carmen & Kenneth Rogoff (2008). "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises." *National Bureau of Economic Reserch, Working Paper* 13882. March 2008.

Reinhart, Carmen & Kenneth Rogoff (2009). "The Aftermath of Financial Crisis." *National Bureau of Economic Reserch, Working Paper* 14656. January 2009.

Sturzenegger, Federico, and Jeromin Zettelmeyer (2007). "Creditors Losses versus Debt Relief: Results from a Decade of Sovereign Debt Crises." *Journal of the European Economic Association*, Vol 5, Issue 2-3.

Suter, Christian (1989). "Long waves in the international financial system : debt-default cycles of sovereign borrowers". *Review: A journal of the Fernand Braudel Center for the Study of Economies, Historical Systems and Civilizations*.

Recuadro 1

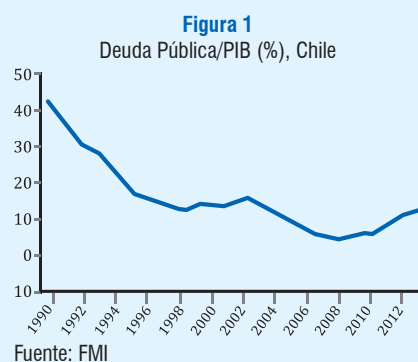
Reducción de la Deuda Pública como porcentaje del PIB en países de América Latina:
Los casos de Chile y Perú

Chile

Al año 2012, Chile es el país de América Latina y del mundo con menor nivel de deuda pública como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB), alcanzando 11.8% del PIB. Sin embargo, esto no siempre fue así. En la década de los 80, cuando el nivel de deuda estaba en torno al 79% del PIB, Chile inició un proceso de reducción de deuda pública a través de la implementación de una combinación de mecanismos financieros y reformas económicas. A finales de los años 80, Chile negoció una reestructuración de su deuda, incluyendo el intercambio de deuda bancaria por “exit bonds”, los cuales poseían un menor “face value” y un valor de recompra de la deuda a menores precios dentro del mercado. Por el lado financiero, entre las primeras medidas aplicadas estuvo la recompra de parte de su deuda con la finalidad de mitigar los niveles de riesgo y reducir el pago de intereses.

En cuanto a las medidas económicas, Chile puso en práctica un amplio conjunto de reformas

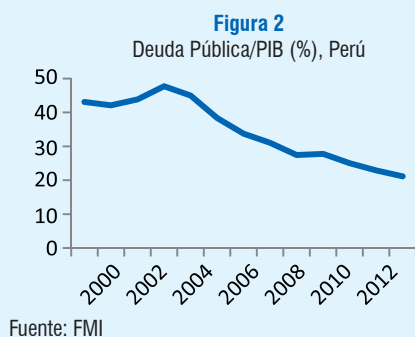
estructurales y políticas macroeconómicas con la finalidad de aumentar el nivel de las exportaciones, como la inversión en infraestructura y la adecuación de las vías de comunicaciones, facilitando el transporte. Adicionalmente, el Gobierno aplicó una política de reorientación del gasto, destinando el mismo a proyectos de desarrollo tanto social, como de infraestructura.



Un factor determinante del éxito de las políticas públicas implementadas en Chile fue el fortalecimiento de sus instituciones fiscales, lo cual contribuyó al incremento en las recaudaciones, aumentando sus ingresos fiscales como porcentaje del PIB desde un 14.5 en 1990 hasta 17.1 en 2010.

Perú

Perú en la actualidad es el tercer país de América Latina con menor nivel de deuda como porcentaje del PIB después de Ecuador y Chile, además de ser el país latinoamericano que más dramáticamente ha reducido su nivel de endeudamiento público. A finales de la década de los ochenta tan solo la deuda pública externa llegaba al 63% del PIB lo cual provocó que Perú fuera declarado inelegible para recibir créditos internacionales, tal y como lo confirma Abusada Salah (1999).



Una de las medidas más importantes en el crecimiento económico del Perú y la reducción de su deuda pública fue la liberalización de su economía mediante un proceso de privatización de numerosas empresas que pasaron a manos de inversionistas tanto domésticos como internacionales, la apertura comercial, reducción y eficientización del gasto público.

El proceso fue gradual, utilizando políticas de estímulo de la demanda interna y un marcado fortalecimiento de las instituciones fiscales con la finalidad de aumentar los ingresos tributarios, además de implementar metas de gasto público, reduciendo el mismo y orientándolo a los sectores que generaran valor agregado.

Un aspecto fundamental del éxito del modelo peruano fue el fortalecimiento de las reservas internacionales, lo cual redujo significativamente la presión cambiaria, además de proporcionarle capacidad de pago de las obligaciones de corto plazo de los sectores público y privado en al menos ocho veces. La estrategia ha sido enfocada a reducir al máximo los riesgos del mercado y de refinanciamiento.

Cabe destacar que la deuda pública en Perú es ampliamente superada por la deuda privada. Con una muy alta participación de capital privado en la economía, tras propiciar condiciones idóneas para la inversión privada y extranjera, Perú además ha logrado incrementar ampliamente sus recaudaciones en moneda extranjera y la entrada de divisas en su territorio.

La reducida deuda de Perú se debe a los efectos de la apertura económica y comercial, la disciplina fiscal, las reformas de primera de generación y el nuevo marco constitucional de 1993, que permitieron el regreso de la inversión privada a todas las áreas de la economía haciendo que el PIB se multiplicara casi siete veces desde 1990, reduciendo así el peso de la deuda. Todo esto se tradujo también en la disminución del servicio de deuda pública peruana, pasando de 22% al 8% del presupuesto público en los últimos diez años.

Apéndice Técnico

En la sección II del presente documento aplicamos las herramientas provistas por Burnside (2005) para el análisis de la sostenibilidad fiscal. En el inciso a de dicha sección respondemos la pregunta de ¿Cuál es el balance primario necesario, como % del PIB, que necesita la economía dominicana para mantener su razón de deuda sobre PIB constante? Y para ello utilizamos la siguiente ecuación:

$$(1) \quad \bar{x} = \bar{r}\bar{b}_{t-1} - \bar{\sigma}$$

En donde \bar{x} corresponde al balance primario como porcentaje del PIB de estado estacionario; \bar{b}_{t-1} corresponde al stock de deuda real como porcentaje del PIB que deseamos mantener constante; $\bar{\sigma}$ corresponde a los ingresos por señoreaje como porcentaje del PIB de estado estacionario; mientras que \bar{r} es el valor de estado estacionario de la tasa de interés real.

Dado valores estimados de \bar{r} y $\bar{\sigma}$, la ecuación (1) determina el balance primario necesario para que la deuda pública sea sostenible en el nivel \bar{b}_{t-1} .

En el inciso b de la sección II respondemos a la pregunta de ¿Cuál es el balance primario necesario, como % del PIB, que necesita la economía dominicana para reducir el ratio deuda producto a un 40% en un horizonte de mediano o largo plazo? Para responder esta pregunta utilizamos la siguiente ecuación:

$$(2) \quad \bar{x} = \bar{r} \frac{(1 + \bar{r})^J \bar{b}_t - \bar{b}^*}{(1 + \bar{r})^J - 1} - \bar{\sigma}$$

En este caso \bar{x} , \bar{r} y $\bar{\sigma}$, mantienen el mismo significado que tienen en la ecuación (1); \bar{b}_t es el nivel de deuda actual; mientras que \bar{b}^* es el nivel de deuda objetivo (40%) al que queremos llegar en J periodos (en nuestro caso medimos los periodos en años).

En nuestra aplicación de la ecuación (2) en la sección II, mostramos varios escenarios que difieren solo en la cantidad de años en que deseamos alcanzar el nivel de deuda objetivo, esto es, J .

Sugerimos consultar Burnside (2005) para ver cada detalle de las derivaciones de las ecuaciones (1) y (2).

DEUDA PRIVADA EN MEDIO DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL



Kemuel Abreu
Analista I

A mediados del 2004 en Estados Unidos el tipo de interés era de apenas 1%, como una medida para contrarrestar la inflación y el *boom* inmobiliario, la Reserva Federal empieza a subirlo llegando hasta 5.25% a mediados del 2006. En dicho año se agudiza la gran burbuja hipotecaria en los Estados Unidos, que poco tiempo después, ocasionó la llamada Crisis Subprime, dando curso a la crisis financiera que azotó al mundo y con mayor magnitud a los países desarrollados. La caída de bancos de inversión: Bear Stearns (marzo de 2008), Lehman Brothers y Merrill Lynch (ambos en septiembre de 2008), entre otros, da inicio a la llamada “Crisis Financiera Global”. Una característica distintiva de esta crisis, fue que se propagó internacionalmente, afectando los mercados bursátiles a principios del 2008 y al mismo tiempo sectores alimenticios que estaban en su peor momento como fue el caso de las regiones de Zimbabue y Malawi¹.

La situación se tornó preocupante debido al aumento significativo en la morosidad de los préstamos hipotecarios, que combinado con el resto de los pasivos que tenían dichos bancos incluyendo depósitos de no residentes, hicieron sucumbir el valor de sus activos. Y es que desde el año 2003 los hogares motivados por las bajas tasas de interés otorgadas por los intermediarios financieros, para la adquisición de bienes raíces empezaron a endeudarse por encima de sus posibilidades reales. Cuando en el 2006

¹ Diez millones de africanos, al filo de la hambruna bit.ly/1nzHew0; Randerson, James. Food Crisis Will Take Hold Before Climate Change, Warns Chief Scientist, The Guardian, Reino Unido, 07-03-2008 bit.ly/1fqyITB.

empezaron a subir las tasas de interés, los hogares no disponían de los ingresos para pagar. En ese momento el sector financiero no contaba con la liquidez necesaria para honrar sus compromisos relativos a los bonos e instrumentos² que habían colocado, resultando en una reducción en la oferta de préstamos. Esto afectó la economía norteamericana y produjo un efecto dominó.

La evidencia empírica nos confirma que los hogares y empresas muy endeudadas son más vulnerables a la inestabilidad de los ingresos, las fluctuaciones en las tasas de interés y a la disminución de los precios de sus activos. Avalados en esto, Reinhart, Rogoff y Savastano sugieren en su trabajo titulado “Debt Intolerance” que el techo de la deuda externa pública y privada sea un 35% del Producto Interno Bruto (PIB).

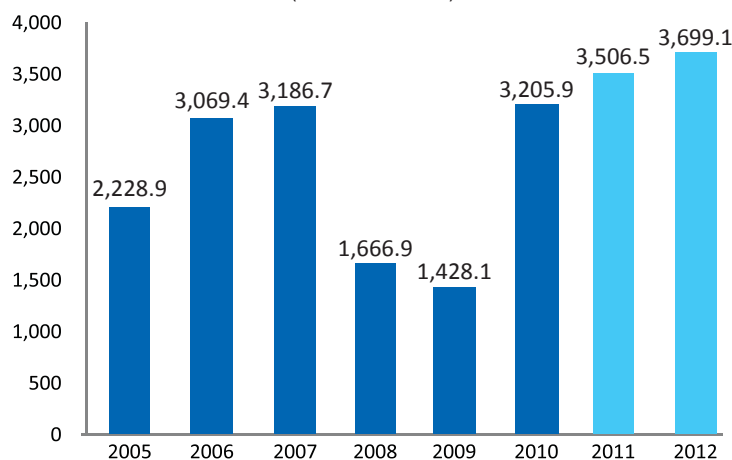
Ahora bien, ¿A qué nos referimos cuando hablamos de Deuda Externa Privada? En esencia, corresponde al monto pendiente de reembolso en un período determinado de los pasivos corrientes reales y no contingentes, contratados por sector privado residente de una economía frente al resto del mundo, con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos³. En el caso de la República Dominicana se distinguen dos sectores: el Sector Privado Financiero (SPRF) que engloba: Bancos Múltiples, Asociaciones de Ahorros y Préstamos y Bancos de Ahorro y Crédito; y el Sector Privado No Financiero (SPRNF) compuesto por las empresas privadas que contraen pasivos con el exterior. Dentro de los instrumentos financieros registrados para la deuda externa se encuentran: préstamos y créditos comerciales.

Según datos de este Banco Central de la República Dominicana (BCRD) para el año 2005, la deuda privada externa de la República Dominicana ascendía a US\$2,228.9 millones (3.3% del PIB), en los años 2008-2009 el sector privado disminuyó notablemente su cartera de pasivos como respuesta natural a la crisis existente, a partir del 2010 observamos que la misma retoma su tendencia en la medida en que la economía se reactiva para tener un aumento progresivo y registrar en el año 2012 un saldo de US\$3,699.1 millones (6.3% del PIB) *(ver gráfica 1)*.

2 Activos tóxicos: Activos de mala calidad con un alto riesgo y poca probabilidad de recuperación. Léase, Timothy Geithner (2009-03-23). “My Plan for Bad Bank Assets”. The Wall Street Journal. on.wsj.com/S2UPQD

3 Estadísticas de la Deuda Externa, Guía para Compiladores y Usuarios. Fondo Monetario Internacional, 2003. bit.ly/1fmovCA

Gráfica 1
Deuda Externa del Sector Privado 2005 – 2012
(Millones de US\$)



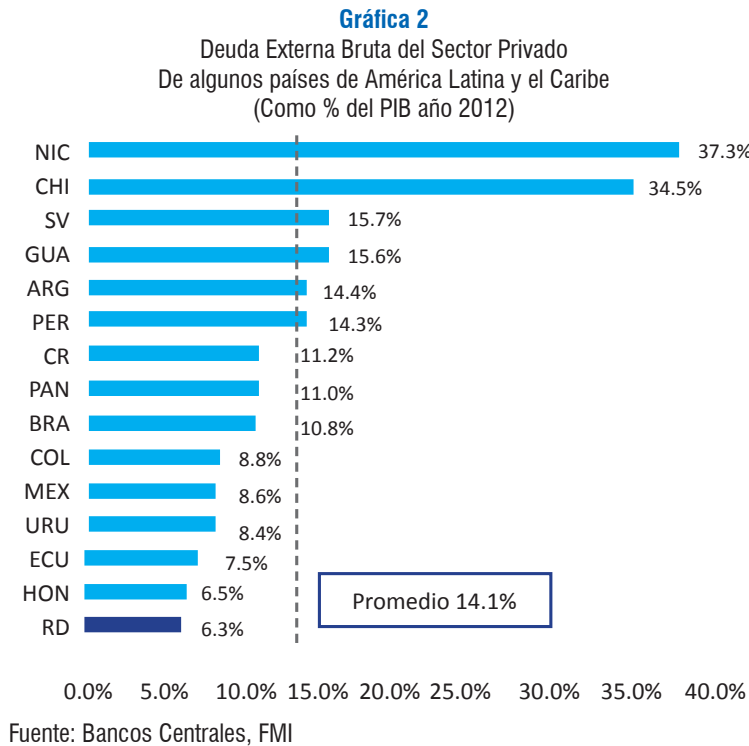
Fuente: BCRD, Departamento Internacional.

¿Cuál es nuestra posición con respecto a otros países de la región? ¿Excede el promedio de la región o está por debajo? ¿O es necesario considerar medidas correctivas que garanticen su sostenibilidad en el tiempo?

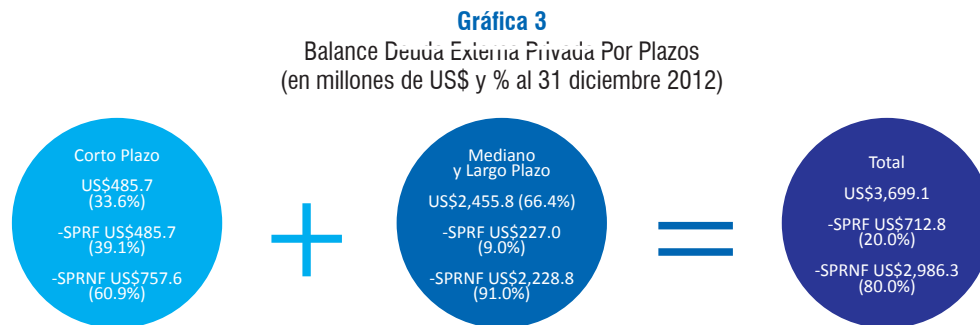
Se realizó un análisis de 15 países de América Latina y el Caribe para contrastar posiciones, incluyendo países como Honduras, Ecuador, México, Panamá, Colombia, Chile, Perú, entre otros. Los datos arrojaron que República Dominicana presenta el menor nivel de endeudamiento con respecto al PIB en América Latina y el Caribe al cierre del año 2012 con apenas un 6.3%, le sigue Honduras con un 6.5%. Brasil pasa el umbral de dos dígitos con 10.8% y Nicaragua presenta el nivel más alto con un 37.3% (*ver gráfica 2*).

Evaluar indicadores de deuda, no solamente nos permite conocer nuestra posición relativa con respecto a otros países, sino que también facilita la toma de decisiones de las autoridades y de los agentes privados.

En ese sentido, en el 2013 el BCRD, materializó un proyecto cuyo propósito era mejorar y ampliar cobertura de las estadísticas de la deuda privada, mediante la implementación de un censo a las empresas de dicho sector. El proyecto surge de las necesidades de información para la implementación de la Sexta Edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6).



El censo muestra que el SPRNF ostenta el 80% de la deuda externa privada con un saldo de US\$2,986.3 millones al cierre de 2012, donde US\$2,249.0 millones corresponden a préstamos y US\$736.9 millones a créditos comerciales, siendo ambos instrumentos los más contratados por parte de dicho sector. El SPRF es el menos endeudado registrando un saldo a corto plazo de US\$485.7 millones y para el largo plazo US\$227.0 millones siendo en el 2012 un total de apenas US\$712.8 millones (ver gráfica 3).



Fuente: Informaciones suministradas por las empresas al Departamento Internacional del BCRD.

Las entidades financieras tienen bajos pasivos por concepto de depósitos de no residentes, lo que los cubre ante cambios no favorables en el entorno internacional. Las empresas privadas presentan un nivel de endeudamiento externo adecuado en sus libros, que contribuye a cubrirse de fluctuaciones de tipo de interés y/o tipo de cambio, lo cual es realmente importante, ya que son el motor real del país.

Los datos compilados contribuyen a evaluar la vulnerabilidad del sector privado con respecto al resto del mundo y proveen indicadores que facilitan la implementación de políticas económicas que generen los incentivos para fortalecer a las empresas.

Para concluir, ¿qué dicen los números? La deuda externa privada al cierre de 2012 asciende a US\$3,699.1 millones, que sumada con la deuda externa pública consolidada asciende a US\$17,984.82 millones, ligeramente por encima del 30% del PIB, indicador que se encuentra por debajo del techo sugerido en el trabajo de Reinhart et al.

Referencias

Ahearne, Ammer, Doyle et al (2005). "House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study". Board of the Governors of the Federal Reserve System.

Banco Central de la República Dominicana, Departamento Internacional, (2014). "Censo del Endeudamiento Externo del Sector Privado de la República Dominicana".

Federal Reserve Bank of St. Louis (2007). "The Financial Crisis: A timeline of events and policy actions".

OECD Economic Outlook (2005). "Recent House Price Developments: The Role Of Fundamentals".

Periódico The Economist. "The Lehman anniversary: Five years in charts" Publicación 14 de septiembre de 2013.

Reinhart, Rogoff and Savastano (2003). "Debt Intolerance".

Wilson, Linus (2014). "Debt Overhang and Bank Bailouts".