

LA INTOLERANCIA A LA DEUDA*

*Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff
y Miguel A. Savastano***

RESUMEN

Este artículo presenta el concepto de la “intolerancia a la deuda”, que se manifiesta en la extrema presión que experimentan muchos mercados emergentes por las deudas que parecerían manejables según los estándares de países desarrollados. Argumentamos que los umbrales “seguros” de la relación deuda externa/PNB para países con intolerancia a la deuda son bajos, quizá de hasta 15% en algunos casos. Estos umbrales dependen de la trayectoria de morosidad e inflación de cada país. La intolerancia a la deuda está vinculada con el fenómeno de la morosidad recurrente que afecta a muchos países desde hace dos siglos. La comprensión y medición de la intolerancia a la deuda es fundamental para evaluar los problemas provenientes de la sostenibilidad y reestructuración de la deuda, la integración de los mercados de capitales y el alcance de los préstamos internacionales para aminorar las crisis. Nuestra meta es hacer un primer intento por cuantificar la intolerancia a la deuda, incluyendo la delineación de los clubes y regiones de vulnerabilidad de los deudores, tomando como base una historia de eventos de crédito que data desde el decenio de 1820 de más de 100 países.

* *Palabras clave:* finanzas internacionales, ajuste de cuenta corriente, movimientos de capital, deuda soberana, problemas de deuda. *Clasificación JEL:* F30, F32, F34. Artículo recibido en julio de 2009 [traducción del inglés de Karina Azanza y Brian McDougall]. Versión revisada de un artículo preparado para la Conferencia sobre la Actividad Económica del Panel Brookings, celebrada los días 27 y 28 de marzo de 2003. Las opiniones expresadas en este artículo reflejan exclusivamente el punto de vista de los autores, mas no el del FMI. Los autores desean extender su agradecimiento a William Brainard, Morris Goldstein, Harold James, Jens Nystedt, George Perry, Vincent Reinhart, Christopher Sims y John Williamson por sus valiosos comentarios y sugerencias. Ethan Ilzetzki, Kenichiro Kashiwase y Yutong Li brindaron un excelente apoyo con sus investigaciones.

** Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional.

ABSTRACT

This paper introduces the concept of “debt intolerance,” which manifests itself in the extreme duress many emerging markets experience at debt levels that would seem manageable by advanced country standards. We argue that “safe” external debt-to-GNP thresholds for debt intolerant countries are low, perhaps as low as 15 percent in some cases. These thresholds depend on a country’s default and inflation history. Debt intolerance is linked to the phenomenon of serial default that has plagued many countries over the past two centuries. Understanding and measuring debt intolerance is fundamental to assess the problems of debt sustainability, debt restructuring, capital market integration, and the scope for international lending to ameliorate crises. Our goal is to make a first pass at quantifying debt intolerance, including delineating debtors’ clubs and regions of vulnerability, on the basis on a history of credit events going back to the 1820s for over 100 countries.

PRÓLOGO

¿Estímulo fiscal para los países con intolerancia a la deuda?

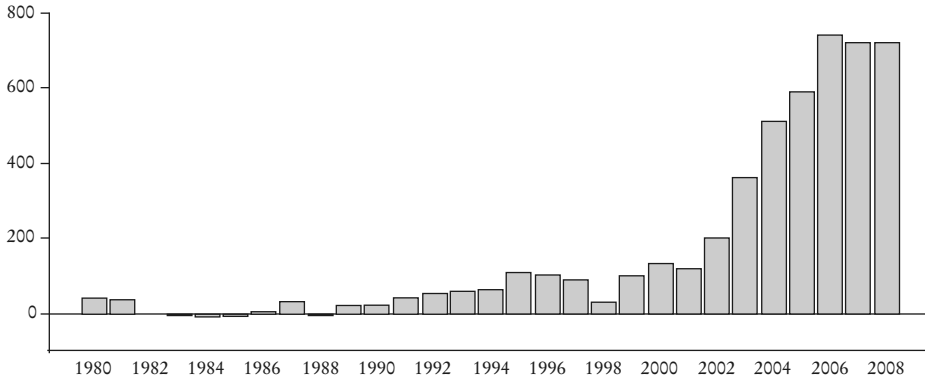
Lo que comenzó con la crisis *subprime* de los Estados Unidos durante el verano de 2007, para luego transformarse en una crisis financiera mundial en las demás economías del “Norte”, ha dado lugar a la instrumentación sin precedentes y en todo el mundo de medidas de estímulo fiscal. El “Norte”, que incluye los Estados Unidos, Irlanda, el Reino Unido, España, Suiza y Japón, necesitaba del estímulo ya que las crisis bancarias suelen ir acompañadas de recesiones severas y prolongadas, así como de un creciente desempleo. El “Sur” intentó estimular la demanda interna mediante medidas fiscales, ante el desplome de las exportaciones, mientras que la financiación de la que se disponía en los mercados mundiales de capitales se desvaneció en una “detención repentina”, tal y como lo predijo Guillermo Calvo.

1. Los mercados emergentes en la víspera del choque subprime

Afortunadamente para muchos de los mercados emergentes, el choque simultáneo en la financiación y las exportaciones del Norte llegó en un momento en que contaban con reservas cuantiosas que habían acumulado durante los años de “bonanza” para cuando llegara la época de vacas flacas (gráfica 1). Durante esos años de prosperidad, los precios de mercancías es-

GRÁFICA 1. *Reservas internacionales (1980-2008)*^a

(Miles de millones de dólares)



FUENTE: Base de datos de las *Perspectivas de la economía mundial* del FMI (abril de 2007). Reinhart y Reinhart (2008).

^a Acumulado anual de reservas de divisas extranjeras en otros países de mercados emergentes y en desarrollo.

taban en auge, el crecimiento del Norte era sostenido, las tasas de interés internacionales eran bajas y estables, y abundaban los capitales internacionales. La situación fiscal de muchos mercados emergentes había mejorado como consecuencia de la bonanza prolongada. La deuda pública se había estabilizado o incluso había disminuido y muchos países habían sustituido la deuda pública externa por la interna.

Si el choque adverso asestado al Norte hubiera consistido en una reducción pasajera de la financiación, como lo creían muchos observadores en ese momento, los mercados emergentes habrían estado en buena posición para poder resistir el choque. Todo indica que una combinación de la depreciación monetaria (ahora posible gracias a políticas cambiarias más flexibles) y algunas pérdidas en las reservas internacionales habría sido suficiente. Asimismo, una breve respuesta fiscal que supusiera el incremento del gasto público durante un plazo limitado no parece haber traído riesgos considerables para la sostenibilidad de la deuda.

Este optimismo resultó ser infundado en tres aspectos significativos. En primer lugar, como acertadamente destacó el informe del Banco Interamericano de Desarrollo (2008), las finanzas fiscales y las cuentas externas no estaban tan sanas como a primera vista parecían, cuando se considera el auge en los precios de mercancías. En segundo lugar, Reinhart y Rogoff (2008) argumentaron que no era ninguna panacea depender de la deuda pública in-

terna —históricamente, a menudo había casos de incumplimiento en los pagos de las deudas internas de este tipo (de cuya existencia con frecuencia se hace caso omiso en la bibliografía y en los análisis de política económica), ya fuera por una suspensión directa o como consecuencia de una tasa de inflación alta. Asimismo, durante el periodo de bonanza que llegó a su fin en 2007, las deudas privadas (tanto internas como externas) se habían ido incrementando notoriamente en los mercados emergentes. Como se ha visto en un episodio de crisis tras otro, las deudas de este tipo resultan ser pasivos contingentes para el gobierno. En tercer lugar, en el momento de la redacción de este artículo, a dos años de que se inició la crisis, los efectos siguen sintiéndose (aun si la recuperación económica está cerca), lo cual implica que este episodio difícilmente puede clasificarse como una crisis efímera en lo que se refiere a los actores del mercado, los hogares o los encargados de formular las políticas.

2. *La respuesta a la crisis: Estímulo fiscal en el Norte y Sur*

Los paquetes de estímulos fiscales, en sus varias presentaciones y magnitudes, tuvieron gran aceptación tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, siguiendo el ejemplo de los Estados Unidos. En enero de 2009 el *Global Economic Monitor*, publicado por el Instituto de Finanzas Internacionales, recopiló una lista pormenorizada de los paquetes adoptados o previstos en unas 20 economías avanzadas y emergentes, incluyendo las de China, Corea, México y Arabia Saudita. Menos de dos meses después, la lista de países se había incrementado para incluir a Rusia y Turquía, entre otros.¹ El Fondo Monetario Internacional, al mismo tiempo famoso y notorio por recomendar paquetes de medidas de austeridad económica como respuesta a las crisis financieras alrededor del mundo desde su creación en 1945, empezó a recomendar una “posible estrategia mediante la cual la política fiscal puede fomentar la reanudación del crecimiento económico normal mientras mantiene la solvencia del sector público”.²

Sin duda alguna, evitar la prociclicidad aguda de la política fiscal que ha plagado la mayoría de los mercados emergentes durante decenios ciertamente representa un avance en este episodio. Como documentan Kaminsky, Reinhart y Végh (2003), durante 1965-2003 la pauta más prevalente en los

¹ Véase Prasad y Sorkin (2009).

² Véase Cotarelli en la edición de marzo de 2009 de *Finance and Development* del FMI.

mercados emergentes durante las recesiones (a diferencia de sus contrapartes en la OCDE) fueron las disminuciones marcadas en el gasto fiscal discrecional real. Es difícil imaginar que esto no ayudaría a dar cuenta de la mayor volatilidad que se presentó en la producción de los mercados emergentes.

3. *La moda y lo fundamental*

Las modas son difíciles de resistir y ahora está de moda en gran parte del Norte depender de algún motor fiscal de crecimiento. Sin embargo, en lo que respecta a los mercados emergentes, impulsar el gasto en un momento en el que los ingresos están disminuyendo o, en muchos casos, derrumbándose por un tiempo indefinido es algo definitivamente más complicado.³ A los encargados de formular las políticas les convendría tener presentes estos cuatro riesgos.

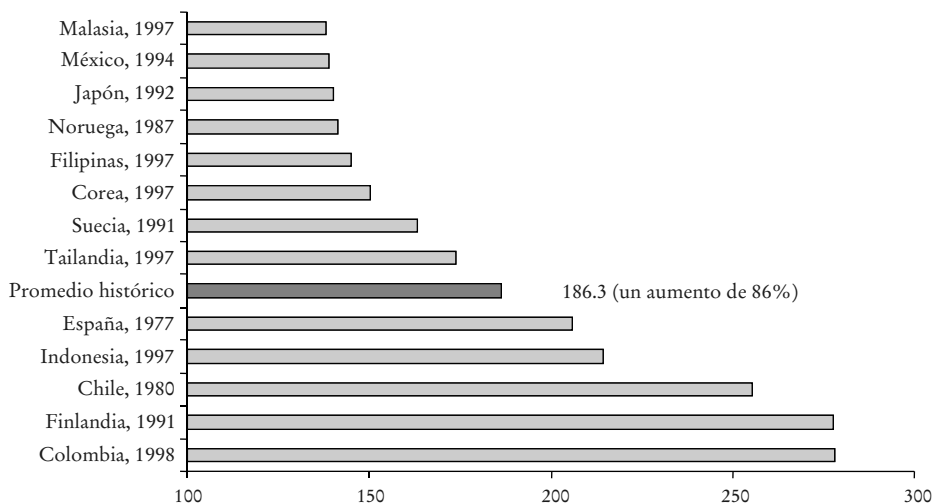
a) *Los multiplicadores fiscales: el Norte y el Sur.* Aunque existe poco consenso en cuanto a las estimaciones en los círculos académicos y de los encargados de formular las políticas, por lo menos el debate respecto a los multiplicadores fiscales en la mayoría de los países de la OCDE cuenta con los estudios analíticos y empíricos actuales. Sin embargo, es justo aseverar que no existe una bibliografía comparable para los mercados emergentes en general. Obviamente, con base en los pocos casos prácticos confiables disponibles, se puede prever con seguridad que la variación entre países será considerable. Por tanto, cualquier aseveración de los multiplicadores fiscales en relación con los mercados emergentes (y los países en desarrollo) como clase debe interpretarse con cautela.

En este sentido, resulta en particular oportuno el trabajo reciente de Ilzetzki, Mendoza y Végh (2009), quienes usan datos trimestrales para calcular estos multiplicadores para los mercados avanzados de ingresos altos, mercados emergentes (de ingresos medianos) y los países en desarrollo (de ingresos bajos). Su análisis sugiere que *i*) el multiplicador fiscal de efecto es mucho mayor en el caso de los países en desarrollo y los mercados emergentes que en los países avanzados de ingresos altos; *ii*) ocurre lo contrario con el multiplicador máximo; *iii*) los multiplicadores acumulativos son mucho menores para los mercados emergentes que para las economías avanzadas,

³ Esto no pretende subestimar la dificultad y, por lo general, la controversia asociadas con la instrumentación de cualquier cambio en la política fiscal en las economías avanzadas.

GRÁFICA 2. *El aumento acumulado en la deuda pública real en los tres años posteriores a la crisis bancaria^a*

(Índice = 100 en el año de la crisis)



FUENTE: Reinhart y Rogoff (2009).

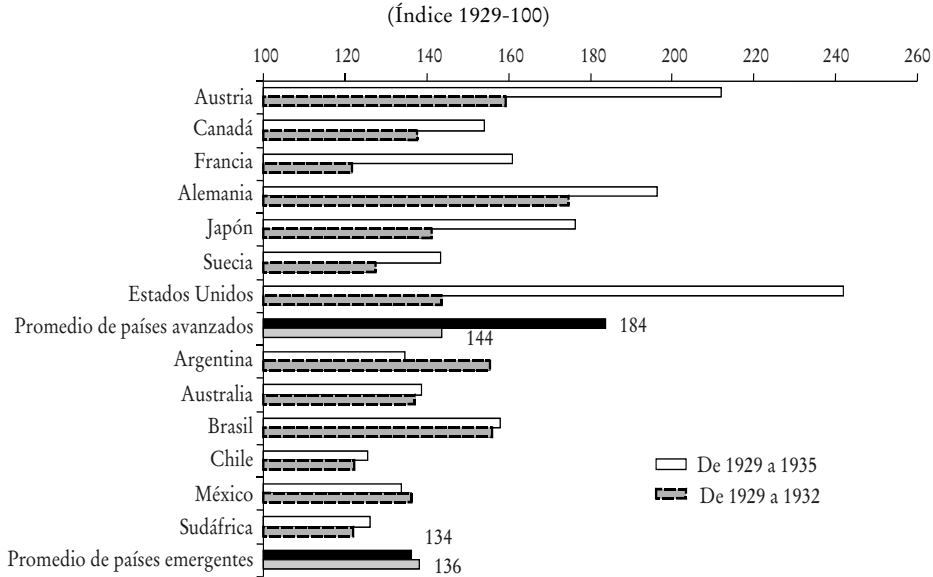
^a Cada episodio de crisis bancaria se identifica por país y año inicial de la crisis. Se incluyen únicamente los episodios de crisis bancarias mayores (sistémicas), sujetos a las limitaciones de los datos. El promedio histórico que aquí se ilustra no incluye los episodios de crisis actuales, los cuales se omiten por completo, dado que estas crisis se iniciaron en 2007 o después y aquí la comparación del monto de la deuda es contra el valor correspondiente tres años después del inicio de la crisis bancaria.

ya que el efecto positivo del gasto fiscal en el PIB desaparece con bastante rapidez.

b) *Los mercados emergentes y el desplazamiento global.* La gráfica 2 pone de manifiesto el hecho de que la deuda pública explota por lo común en los años posteriores a una crisis financiera sistémica; en promedio, se duplica tres años después de la crisis. Las recesiones llevan a pérdidas de ingresos severas y el gasto fiscal aumenta, conforme el rescate del sector bancario resulta costoso y los paquetes de estímulos tienen aceptación. Con las crisis bancarias severas, las recesiones profundas o una combinación de las dos en las economías más grandes del mundo de manera simultánea, es probable que la financiación internacional para los mercados emergentes esté mucho más escasa que durante los años de bonanza previos a 2007. Financiar los déficits presupuestarios no será ni fácil ni barato.

Es digno de destacar que la última vez que el mundo experimentó una crisis de las proporciones de la actual (es decir, la Gran Depresión), los gobiernos

GRÁFICA 3. *El aumento acumulado en la deuda pública real a tres y seis años desde el inicio de la Gran Depresión en 1929: Países seleccionados (1929-1935)^a*



FUENTE: Reinhart y Rogoff (2009).

^a El año inicial de las crisis bancarias va desde 1929 hasta 1931. Australia y Canadá no tuvieron una crisis bancaria sistémica pero se incluyen para fines de comparación, ya que ambos países experimentaron contracciones económicas severas y prolongadas. La producción mundial llegó a su máximo en 1929, por lo que se toma este año como el inicio del episodio de la depresión.

de las economías avanzadas pudieron seguir pidiendo préstamos (gráfica 3), ya que la recuperación tardó casi un decenio en llegar. La deuda aumenta 44% en los primeros tres años y 40% entre el cuarto y el sexto año. Por lo contrario, la deuda pública de los mercados emergentes permaneció congelada después del tercer año. Esto no fue el resultado de una situación en la que las repercusiones de los ingresos se veían en un presupuesto equilibrado —en varios casos fue resultado de una suspensión de pagos de la deuda soberana.

c) *La deuda interna no es ninguna panacea.* La inclinación hacia la financiación de la deuda interna en años recientes es, en general, un acontecimiento bien recibido, ya que tal vez ayude a fomentar un mercado de capitales interno. Sin embargo, como argumentan Reinhart y Rogoff (2008), la deuda interna no es algo nuevo. Aunque no están tan bien documentadas como las suspensiones de pagos de la deuda externa con las que se podrían comparar,

las suspensiones de pagos de la deuda interna han ocurrido en numerosas ocasiones durante toda la historia. Incluir la deuda interna en el cálculo nos ayuda a explicar por qué los gobiernos suspenden los pagos de las deudas externas aun con montos de deuda aparentemente bajas y por qué recurren a la inflación como un mecanismo para reducir sus cargas de deuda.

d) *Sobre todo, ¡recuérdese la intolerancia a la deuda!* Históricamente, las suspensiones de pagos de los mercados emergentes han ocurrido a montos de deuda que parecerían seguros e inclusive conservadores según los estándares de las economías avanzadas. Las suspensiones de pagos de México en 1982 y de Argentina en 2001 no fueron la excepción. El cuadro 1 muestra que la deuda externa excedió en más de 100% del PNB en sólo 16% de los episodios de suspensión de pagos o reestructuración, que más de la mitad de todas las suspensiones de pagos ocurrieron a montos menores a 60% —lo que hubiera satisfecho los criterios de Maastricht— y que las suspensiones de pagos ocurrieron ante montos de deuda menores a 40% del PNB en casi 20% de los casos. En realidad, el umbral de la proporción deuda externa/PNB que se incluyen en el cuadro 1 está sesgado hacia arriba ya que las relaciones deuda/PNB que corresponden a los años del evento de crédito aumentan con la presión de la depreciación del tipo cambio real que suele acompañar al evento. Desde luego, una depreciación del tipo de cambio real suele acompañar a una suspensión de pagos, conforme los inversionistas nacionales y extranjeros huyen de la moneda. El “espacio” fiscal que existe para instrumentar planes de estímulos ambiciosos en los mercados emergentes es mucho más reducido que en las economías avanzadas —aunque quizá los encargados de formular las políticas en estos mercados también estén subestimando estas restricciones.

CUADRO 1. *La deuda externa en el momento de la suspensión de pagos: Distribución de frecuencia (1970-2008)*

<i>Rango de las relaciones deuda externa/PNB a un año de la suspensión de pagos o reestructuración</i>	<i>Porcentaje de todas las suspensiones de pagos o reestructuraciones en los países de ingresos medianos</i>
Menos del 40 por ciento	19.4
De 41 a 60 por ciento	32.3
De 61 a 80 por ciento	16.1
De 81 a 100 por ciento	16.1
Más de 100 por ciento	16.1

FUENTE: Reinhart y Rogoff (2009), actualización de Reinhart, Rogoff y Savastano (2003).

4. *Reflexiones finales*

Considerados en conjunto, estos cuatro riesgos tienen implicaciones que van más allá de sólo la política fiscal; son riesgos para la política macroeconómica en general, sobre todo en los países de mercados emergentes donde la independencia del banco central es de reciente aparición. Históricamente, el dominio fiscal ha desempeñado un papel importante en marcar el camino de la política monetaria, el tipo de cambio y la inflación en muchos de los mercados emergentes. Ganar credibilidad es un proceso largo y difícil; perderla, debido a una moda de estímulos fiscales, sucede con bastante rapidez.

CARMEN M. REINHART*

INTRODUCCIÓN

En este artículo argumentamos que la historia cuenta al presentar el concepto de la “intolerancia a la deuda”, que se manifiesta en la extrema presión que experimentan muchos mercados emergentes por la deuda que parecerían bastante manejables según los estándares de los países desarrollados. Los umbrales “seguros” de endeudamiento para mercados emergentes con intolerancia a la deuda resultan ser sorprendentemente bajos, en muchos casos quizá de 15 o 20%, y estos umbrales dependen en gran medida de la trayectoria de morosidad e inflación de cada país. A su vez, la intolerancia a la deuda está estrechamente relacionada con el ampliamente difundido fenómeno de la morosidad recurrente que afecta a muchos países desde hace dos siglos. Los países con intolerancia a la deuda tienden a tener estructuras fiscales y sistemas financieros débiles. Con frecuencia, estos problemas se exacerban con la suspensión de pagos, lo que hace que estos mismos países sean más proclives a incurrir nuevamente en una suspensión de pagos más adelante. La comprensión y medición de la intolerancia a la deuda es fundamental para evaluar los problemas provenientes de la sostenibilidad y reestructuración de la deuda, así como la integración de los mercados de capitales y el alcance de los préstamos internacionales para aminorar las crisis.

Ciertamente, en la bibliografía teórica se ha desarrollado ampliamente la idea de que factores como las instituciones y los antecedentes históricos

* University of Maryland, College Park, NBER y CEPR.

afectan las tasas de interés a las que un país puede obtener un préstamo, al igual que la noción de que a medida que aumenta la deuda externa, un país es más vulnerable a un cerrazón repentina de los mercados de capitales internacionales, es decir, a una crisis de la deuda.⁴ Sin embargo, no se ha hecho ningún intento por dar aplicabilidad operativa a estas teorías abstractas por medio de la identificación de los factores (en particular una trayectoria de morosidad o reestructuraciones recurrentes) que determinan la rapidez con que un país se torna vulnerable a una crisis de la deuda a medida que se acumulan sus pasivos externos. La meta de este artículo es cuantificar la intolerancia a la deuda, con base en una historia de eventos de crédito que data desde el decenio de 1820. Argumentamos que la actual “intolerancia a la deuda” de un país puede calibrarse empíricamente mediante el cociente del promedio a largo plazo de su deuda externa (ajustado con el PNB o las exportaciones) respecto a un índice de riesgo de suspensión de pagos. Reconocemos que otros factores, como son el grado de dolarización, la indización y la estructura de vencimiento, también tienen aplicabilidad al evaluar la vulnerabilidad de un país a presentar síntomas de intolerancia a la deuda.⁵ No obstante, argumentamos que estos factores generalmente son manifestaciones de las mismas debilidades institucionales subyacentes. En efecto, no se cuenta entre estas debilidades la noción de que el “pecado original” de los que han incurrido en morosidad recurrente puede extinguirse mediante cualquier esbozo de ingeniería financiera y por consiguiente permitir que estos países pidan préstamos a economías avanzadas a tasas que se aplican a países avanzados, lo cual es un total absurdo.⁶

Algunos de nuestros resultados son de destacarse: en la sección I de este artículo planteamos un breve panorama general de la trayectoria de morosidad recurrente en los pagos de la deuda externa y descubrimos que es un fenómeno marcadamente difundido en el que los países europeos han fijado puntos de referencia y que los mercados emergentes de la actualidad aún no han superado (España incurrió en suspensión de pagos en 13 ocasiones entre los años 1500 y 1900; Venezuela, quien posee el récord a partir de 1800

⁴ Véase Obstfeld y Rogoff (1996), cap. 6.

⁵ Véase Goldstein (2003) para consultar un amplio análisis de estas vulnerabilidades.

⁶ Algunos analistas, como es el caso de Eichengreen, Hausmann y Panizza (2002), culpan a las insuficiencias de los mercados de capitales por los ciclos de deuda recurrentes, y han propuesto mecanismos para facilitar la obtención de mayores préstamos para los países de mercados emergentes. Huelga decir que nuestro punto de vista es que el principal problema para estos países es cómo pedir menos créditos. Véase otro análisis crítico de la noción del pecado original, por distintos motivos, en Reinhart y Reinhart (2003).

en la muestra, ha incurrido en suspensión de pagos de su deuda externa “sólo” nueve veces). Acto seguido, mostramos cómo puede dividirse a los países en clubes de deudores y regiones de intolerancia a la deuda, dependiendo de su historial crediticio y su trayectoria de inflación altas, y establecemos las primeras medidas someras de los umbrales seguros de endeudamiento. Los datos sugieren, de manera abrumadora, que los umbrales de endeudamiento para las economías emergentes con una alta intolerancia a la deuda son mucho más bajos que los de las economías avanzadas o los mercados emergentes que nunca han incurrido en una suspensión de los pagos de sus pasivos externos. En efecto, 50% de las suspensiones de pagos o reestructuraciones presentadas desde 1970 se realizaron con proporciones de deuda externa/PNB inferiores a 60 por ciento.⁷

Nuestro hallazgo clave en la sección II de este artículo es que la intolerancia a la deuda externa de un país puede explicarse mediante un grupo muy reducido de variables que se refieren a su historial de pagos de la deuda, montos de deuda y su trayectoria de estabilidad macroeconómica. Los países con mayor intolerancia a la deuda son considerados por los mercados como países con alto riesgo de suspensión de pagos, incluso cuando tienen cocientes deuda/producción relativamente bajos. La cuestión de si los mercados ponen un precio adecuado a este riesgo es un asunto pendiente, pero ciertamente es un riesgo que los ciudadanos de países con intolerancia a la deuda deberían considerar cuando sus líderes solicitan préstamos cuantiosos.

La sección III trata la cuestión de cómo la intolerancia a la deuda afecta los cálculos tradicionales de la sostenibilidad de la deuda, que por lo común se basan en el supuesto del acceso continuo al mercado. Sin embargo, para los países con intolerancia a la deuda, mantener un acceso continuo a los mercados de capitales puede ser problemático, salvo que los cocientes de la deuda se trasladen rápidamente a terreno seguro. Para evaluar cómo puede lograrse el “desapalancamiento”, procedimos a examinar cómo, históricamente, los países de mercados emergentes con importantes deudas externas habían logrado disminuirlas. A nuestro entender, este es un fenómeno al que anteriormente se le había prestado muy poca —si no es que ninguna— atención.

⁷ Para conocer un modelo que implica que una economía con poca tributación y deuda podría óptimamente repudiar su deuda, o inflarse a tasas altas con mayor frecuencia que una economía que ha heredado alta tributación y deuda (como es el caso de las economías avanzadas), véase Sims (2001). En realidad, algo que es congruente con algunas de las predicciones de ese modelo, como veremos líneas abajo, es que los países que tienen las mayores probabilidades históricas de incurrir en suspensión de pagos y una mayor posibilidad de presentar tasas de inflación superiores a 40% anual, también tuvieron (en promedio) deudas menores que las economías avanzadas.

Analizamos episodios de grandes reversiones de la deuda, en los que la deuda externa se redujo en más de 25 puntos porcentuales del PNB en un lapso de tres años. De las 22 reversiones que identificamos en países de ingresos medianos desde 1970, casi 2/3 de ellos coincidieron con algún tipo de moratoria o reestructuración. Sólo en un caso (Suazilandia, 1985) pudo un país realmente salir de una situación en la que tenía un cociente deuda externa/PIB alto por medio del crecimiento.

Dado que la trayectoria desempeña un papel preponderante en nuestro análisis, nos enfocamos principalmente en comprender el acceso de los países emergentes a los mercados de capitales externos. Para la mayoría de los mercados emergentes, la deuda externa ha sido la única opción durante la mayor parte de los pasados dos siglos, y calculamos nuestros umbrales de endeudamiento tomando esto en consideración. No obstante, aproximadamente durante el pasado decenio, varios países emergentes por primera vez han visto una rápida expansión de la deuda interna basada en el mercado, como lo documentamos mediante una serie de datos nuevos que se presentan en la sección IV. ¿Cómo podrían estas cargas de deuda relativamente nuevas afectar los umbrales que se presentan en la sección II? A pesar de no contar con datos históricos suficientes para dar cabal respuesta a este interrogante, y de que los cálculos relacionados con las suspensiones de pagos de las deudas interna y externa, aunque están relacionados, son obviamente distintos, argumentamos que la intolerancia a la deuda pública interna se está convirtiendo rápidamente en el asunto primordial para comprender los riesgos de los mercados emergentes.⁸

Por último, si las suspensiones de pagos recurrentes son un fenómeno tan difundido, ¿por qué los mercados otorgan préstamos repetidamente a países con intolerancia a la deuda hasta el punto en que el riesgo de un evento

⁸ Desde luego, algunos encargados de formular las políticas han reconocido el problema al menos desde la crisis de la deuda mexicana de 1994. La bibliografía académica se ha quedado atrás debido, en parte, a la falta de datos, pero también a que los enlaces teóricos entre la deuda externa y la interna no se han articulado adecuadamente. No obstante, entre los participantes en este debate, Ron McKinnon debería recibir una mención especial por haber pronosticado el surgimiento de la deuda interna del gobierno como un problema de considerable importancia. En 1991 escribió: "Uno de los acontecimientos más impresionantes de fines del decenio de los ochenta fue la medida en que se endeudaron los gobiernos de México, Argentina y Brasil *internamente*. Dado el efecto acumulativo de las altas tasas de interés en Brasil (no era raro ver tasas reales de más de 30%) sobre sus pasivos internos existentes, los cocientes deuda pública/PNB se han venido acumulando de manera insostenible a pesar de que la mayoría de estos países no están pagando mucho por sus deudas a los bancos internacionales. En muchos países menos desarrollados, ahora la gente prevé que el gobierno suspenderá el pago de sus propios bonos internos, como sucedió en marzo de 1990 cuando el gobierno brasileño congeló sus propios pasivos no liquidados" (McKinnon, 1991, p. 6).

de crédito adquiere importancia? Parte de la razón pudiera tener relación con la naturaleza procíclica de los mercados de capitales, que prestan grandes sumas a los países de mercados emergentes durante periodos de auge (posiblemente con la esperanza de que la bonanza se prolongue de manera indefinida) y recortan gastos cuando hay choques adversos, lo que produce paros repentinos y perjudiciales.⁹ En cuanto a la complicidad de los países respecto al problema, sólo se puede concluir que a lo largo de la historia muchos gobiernos han sido demasiado miopes (o demasiado corruptos) como para internalizar los graves riesgos del endeudamiento excesivo. Además, en la era moderna, las instituciones multilaterales fueron demasiado complacientes (o tuvieron muy poco apalancamiento) cuando las cosas parecían estar yendo bien. Por ende, una conclusión medular de este artículo es que para los países con intolerancia a la deuda es probable que sea deseable encontrar mecanismos que limiten la deuda externa, ya sea por medio de cambios institucionales de parte del deudor, o de cambios en el sistema jurídico o regulatorio del país acreedor.¹⁰

I. LA INTOLERANCIA A LA DEUDA: SUS ORÍGENES Y CONSECUENCIAS PARA LOS PRÉSTAMOS

En esta sección trazamos la trayectoria de la intolerancia a la deuda y la morosidad recurrente, y mostramos cómo ésta incide importantemente en el “club de deudores” (y la “región” o subtipo) al que pertenece un país dado.

1. *La intolerancia a la deuda y la morosidad recurrente desde una perspectiva histórica*

Nuestra meta no es tan ambiciosa como para presentar la historia mundial de la deuda y las suspensiones de pagos, aunque un poco de contexto ayuda a explicar nuestro enfoque, que parte de la trayectoria de deuda a largo plazo de un país. El punto básico es que muchos países que han incurrido en

⁹ La prociclicidad de los flujos de capital hacia países en desarrollo se ha documentado ampliamente en la bibliografía, en particular desde que Carlos Díaz-Alejandro llamara la atención hacia el fenómeno en vísperas de la crisis de la deuda de la América Latina del decenio de los ochenta (Díaz-Alejandro, 1983, 1984). Véase un análisis reciente y sistemático de las pruebas de la prociclicidad de los flujos de capital en Kaminsky, Reinhart y Végh (2003).

¹⁰ La necesidad de hacer cambios institucionales y legales para ayudar a recanalizar los flujos destinados a países en desarrollo de la deuda hacia la inversión extranjera directa, el capital (y la ayuda), para reducir las crisis de la deuda recurrentes, es el tema central de Bulow y Rogoff (1990).

CUADRO 2. Inflación, suspensiones de pagos de la deuda externa y riesgo país (1824-2001)^a

	Porcentaje de periodos de 12 meses con una inflación de 40% o más (1958:1-2001:12) ^b	Número de episodios de suspensión de pagos o reestructuración	Porcentaje de años en estado de suspensión de pagos o reestructuración	Años transcurridos desde el último año en que se incurrió en una suspensión de pagos o reestructuración	Calificaciones de Institutional Investor, septiembre de 2002
<i>Países de mercados emergentes que han tenido al menos una suspensión de pagos o reestructuración desde 1824</i>					
Argentina	47.2	4	26.1	0	15.8
Brasil	59.5	7	25.6	7	39.9
Chile	18.6	3	23.3	17	66.1
Colombia	0.8	7	38.6	57	38.7
Egipto	0.0	2	12.5	17	45.5
Filipinas	11.0	1	18.5	10	44.9
México	16.7	8	46.9	12	59.0
Turquía	57.8	6	16.5	20	33.8
Venezuela	11.6	9	38.6	4	30.6
Promedio del grupo	24.8	5.2	27.4	16	41.6
<i>Países de mercados emergentes sin morosidad en su deuda externa</i>					
Corea	0.0	0	0.0	...	65.6
India	0.0	0	0.0	...	47.3
Malasia	0.0	0	0.0	...	57.7
Singapur	0.0	0	0.0	...	86.1
Tailandia	0.0	0	0.0	...	51.9
Promedio del grupo	0.0	0	0.0	...	61.7
<i>Economía avanzadas sin morosidad en su deuda externa</i>					
Austria	0.0	0	0.0	...	84.5
Canadá	0.0	0	0.0	...	89.4
Estados Unidos	0.0	0	0.0	...	93.1
Noruega	0.0	0	0.0	...	93.1
Nueva Zelanda	0.0	0	0.0	...	81.2
Reino Unido	0.0	0	0.0	...	94.1
Promedio del grupo	0.0	0	0.0	...	89.2

FUENTES: Basado en los cálculos de los autores. Las fechas de los episodios de suspensión de pagos o reestructuración se tomaron de Beim y Calomiris (2001) y de las publicaciones *Credit Week* y *Debt Cycles in the World Economy* (1992) de Standard and Poor's; las calificaciones provienen de *Institutional Investor*, la inflación se calculó a partir de los índices de precios al consumidor registradas en las *Estadísticas Financieras Internacionales* del Fondo Monetario Internacional.

^a Los puntos suspensivos (...) indican que el dato no es aplicable.

^b La muestra es menor para algunos países y comienza en 1962:1 para Singapur; 1964:1 para Brasil; 1966:1 para Tailandia; 1970:1 para Turquía, y 1971:1 para Corea.

una suspensión de pagos de su deuda externa, lo han hecho repetidamente y exhiben similitudes notorias a lo largo de sus ciclos. Por ejemplo —y en breve presentaremos pruebas al respecto—, muchos de los países de la América Latina que están experimentando graves problemas de endeudamiento hoy en día, también padecieron lo mismo en el decenio de los ochenta en los treinta. También en el decenio de 1870 y en el de 1820. Por lo general, también en otras épocas. Turquía, un país que en repetidas ocasiones ha sido el centro de atención últimamente, ha incurrido en suspensión de pagos en seis ocasiones durante los pasados 175 años. Brasil, cuya deuda también ha acaaparado la atención, ha incurrido en suspensión de pagos de su deuda externa seis veces. Venezuela ha incurrido en moratoria nueve veces y Argentina cuatro veces, sin contar su episodio más reciente. En ocasiones, estos mismos países han incurrido en una suspensión *de facto* de los pagos de sus pasivos internos, mediante una inflación alta o hiperinflación. Por otro lado, otro grupo de países han evitado de manera notoria la suspensión de sus pagos o la reestructuración mediante la reducción del valor actual, incluyendo la Corea, India, Malasia, Singapur y Tailandia.

En efecto, el contraste entre las trayectorias de quienes no han incurrido en ninguna suspensión de pagos y los que lo han hecho repetidamente, que se ilustra en el cuadro 2, es asombroso. La suspensión de pagos puede convertirse en un modo de vida. En el periodo de 175 años comprendido entre 1824 y 2001, los pagos de las deudas de Brasil y Argentina estuvieron suspendidos o en proceso de reestructuración durante una cuarta parte del tiempo, los de Venezuela y Colombia, durante casi 40% del tiempo y los de México, durante casi la mitad de todos los años a partir de su independencia. En promedio, los morosos recurrentes tuvieron tasas de inflación de más de 40% también durante alrededor de una cuarta parte del tiempo.¹¹ En contraste, los países del cuadro sin morosidad (Corea, India, Malasia, Singapur y Tailandia) no tuvieron un solo periodo de doce meses con una inflación de más de 40% entre ellos. Para futuras referencias, el cuadro también incluye un grupo de países avanzados que no tienen en la época moderna morosidad en su deuda externa.

Los mercados emergentes de hoy en día no inventaron la morosidad re-

¹¹ Nuestra lista de morosos recurrentes del cuadro 2 dista de estar completa. Cuando Rusia incurrió en suspensión de pagos en 1998, tampoco era la primera vez (véase el cuadro 3, por ejemplo, sin señalar la deuda zarista después de la revolución comunista de 1917). Y muchos otros países han suspendido los pagos de su deuda externa, entre los que recientemente se incluyen Indonesia y Ucrania en 1998, Pakistán en 1999 y Ecuador en 2000.

CUADRO 3. *Historia antigua de las suspensiones de los pagos de la deuda externa: Europa de los siglos XVI al XIX*

	1501-1800		1801-1900 ^a		Total de suspensiones
	Número de suspensiones de pagos	Años en que se incurrió en suspensión de pagos	Número de suspensiones de pagos	Años en que se incurrió en suspensión de pagos	
España	6	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647	7	1820, 1831, 1834, 1851, 1867, 1872, 1882	13
Francia	8	1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788	n.d.		8 ^b
Portugal	1	1560	5	1837, 1841, 1845, 1852, 1890	6
Alemania	1	1683	5	1807, 1812, 1813, 1814, 1850	6
Austria	n.d.	n.d.	5	1802, 1805 1811, 1816, 1868	5
Grecia	n.d.	n.d.	4	1826, 1843, 1860, 1893	4
Bulgaria	n.d.	n.d.	2	1886, 1891	2
Holanda	n.d.	n.d.	1	1814	1
Rusia	n.d.	n.d.	1	1839	1
Total	8		33		49

FUENTES: Winkler (1993), Wynne (1951) y Vives (1969).

^a Winkler, "The Age of Financial Pathology", p. 35.

^b Sólo para el periodo 1501-1800.

n.d.: no disponible.

corriente, sino que ésta se ha venido practicando en Europa al menos desde el siglo XVI, como se ilustra en el cuadro 3. España incurrió en suspensión de pagos de sus deudas 13 veces desde el siglo XVI y hasta el siglo XIX (por primera vez en 1557 y la más reciente en 1882). Tan solo en el siglo XIX, Portugal y Alemania incurrieron en suspensión de los pagos de sus deudas externas seis veces, mientras que Grecia y Austria no se quedaron tan atrás, con cuatro y cinco suspensiones, respectivamente. Francia suspendió los pagos de sus deudas ocho veces entre 1500 y 1788 (aunque las deudas del gobierno francés fueron primordialmente internas antes de 1700; para lograr la “reestructuración de la deuda” los monarcas simplemente decapitaron a sus acreedores).¹²

Este hecho central de que algunos países parecen incurrir en suspensión de pagos periódicamente, mientras que otros no lo hacen en absoluto, nos incita a escribir respecto al tema y nos ayuda a organizar nuestras ideas. Lo cierto es que, como se ilustra líneas abajo, la historia no lo es todo. Los países pueden a la postre superar la intolerancia a la deuda, pero el proceso tiende a ser extremadamente lento, y es muy difícil evitar la reincidencia.

2. *¿Es la morosidad recurrente verdaderamente un problema?*

Dado que estamos advirtiendo los peligros de la intolerancia a la deuda, cabe preguntarse si la historia nos dice que la morosidad recurrente es costosa. ¿Es posible que la suspensión periódica de los pagos simplemente sea un mecanismo para hacer que la deuda se asemeje más al capital, es decir, que se indiquen efectivamente los pagos de la deuda de un país a su desempeño productivo? Después de todo, las suspensiones de pagos y las reestructuraciones ocurren por lo común durante las crisis económicas. Bulow y Rogoff (1989) argumentan que si bien las cláusulas de indización de la producción formal son preferibles, podrían ser difíciles de verificar o aplicar. Aunque este argumento debe tener algo de cierto, nuestra interpretación de la historia es que la pérdida de eficiencia económica de una suspensión de los pagos de la deuda externa puede ser significativa, sobre todo para el comercio, la inversión y el crecimiento de un país. En las economías más avan-

¹² La “sangría” (*saignée*) de los financieros se realizó varias veces en fechas cercanas a las suspensiones de pagos de Francia, incluyendo en los años de 1563, 1635 y 1661, cuando se ejecutó a acreedores del gobierno particularmente prominentes; véase Boshier (1970) y Bouchard (1891). Los autores agradecen a Harold James por estas referencias.

zadas, la suspensión de pagos de la deuda externa con frecuencia puede ocasionar daños duraderos al sistema financiero de un país, en gran parte debido a los vínculos entre los mercados internos y externos. En efecto, a pesar de que no investigamos este problema en el presente artículo, conjeturamos que una de las razones por las que los países que no tienen una trayectoria de morosidad hacen grandes esfuerzos por evitar incurrir en mora es precisamente porque desean proteger sus sistemas bancarios y financieros. Por lo contrario, las estructuras de intermediación financiera débiles de muchos países con episodios de suspensiones de pagos recurrentes reducen su penalización por incumplimiento de pago.

La reducción de los costos de las interrupciones financieras lleva a estos países a incurrir en suspensión de pagos en umbrales más bajos, con lo que se debilita aun más el sistema financiero y se perpetúa el ciclo. Lo mismo podría decirse de los sistemas tributarios, que analizamos al final de este artículo. Los países en donde la huida de capitales y la evasión fiscal son grandes tienen mayores dificultades para cumplir con los pagos de su deuda, lo que obliga a los gobiernos a buscar más ingresos de fuentes fiscales relativamente inelásticas y, a su vez, exacerba la huida y la evasión antes mencionadas. La suspensión de los pagos de la deuda amplifica y agrava este ciclo. Nuevamente, es probable que quienes por primera vez incurren en suspensión de pagos se enfrenten a una pérdida inicial mucho mayor, por lo que quienes no han hecho ninguna suspensión de pagos por lo común están dispuestos a hacer grandes sacrificios para evitar caer en este ciclo.

Por supuesto, no deseamos exagerar los costos de la suspensión de pagos y la reestructuración (en particular para los morosos recurrentes), ya que, en efecto, líneas abajo mostramos que los países con intolerancia a la deuda raras veces optan por salir de una carga de deuda pesada por medio del crecimiento o del pago de su deuda sin hacer ninguna suspensión parcial de los pagos. La preferencia descubierta de los países con intolerancia a la deuda tiene que ser informativa. En realidad, muchos se preguntan si en el largo plazo los costos de los rescates internacionales forzosamente exceden los costos de adelantar la suspensión de pagos, al menos en algunos casos históricos sobresalientes. Pero hay otro aspecto por considerar en el interrogante de si los países con intolerancia a la deuda realmente se exceden en sus préstamos, y tiene relación con el lado positivo de esta ecuación. Según nuestra interpretación de las pruebas disponibles, al menos durante los decenios de los ochenta y noventa del siglo pasado, la deuda externa con frecuencia esta-

ba impulsada por gobiernos cortos de miras que estaban dispuestos a asumir riesgos importantes para aumentar temporalmente el consumo, en vez de promover proyectos de alto rendimiento. El hecho de que las ganancias de la obtención de préstamos llegan pronto, mientras que el mayor riesgo de incurrir en suspensión de pagos es sólo a futuro, hace que los gobiernos faltos de visión se inclinen por el endeudamiento excesivo. Así que, mientras los costos de las suspensiones de pagos efectivamente se exageran, los beneficios que representa la deuda externa con frecuencia se exageran incluso más, sobre todo si consideramos el bienestar a largo plazo de los ciudadanos de países deudores.

¿Qué nos dice la historia de los prestamistas? No es un tema que necesitemos abordar en este artículo. Cada uno de los ciclos periódicos de deuda que el mundo ha presenciado ha tenido un carácter muy particular, ya sea por la naturaleza del prestamista (por ejemplo, los bonos de los decenios de los treinta y noventa comparados con los bancos de los decenios de los setenta y los ochenta), o la naturaleza del prestatario interno (por ejemplo, los ferrocarriles del decenio de 1870 comparados con las solicitudes de crédito del gobierno en el decenio de 1980). Nuestro cometido principal en este artículo es documentar la intolerancia a la deuda y mostrar cómo los países con una marcada intolerancia a la deuda comienzan a presentar síntomas a niveles de endeudamiento relativamente escasos. Pasaremos ahora al análisis cuantitativo.

3. *Umbrales de endeudamiento*

Pocos macroeconomistas se sorprenderían al enterarse de que los países de mercados emergentes con cocientes deuda externa/PNB superiores a 150% corren un riesgo importante de incurrir en suspensión de pagos, dado que entre los países avanzados el porcentaje del PNB de la deuda de Japón —que es de 120%— se considera alto. Sin embargo, la suspensión de pagos puede ocurrir, y en efecto ocurre, en proporciones de deuda externa/PNB que no se consideran “excesivos” desde la posición privilegiada de las naciones avanzadas, como lo ilustran algunos casos muy conocidos de suspensión de pagos de la deuda externa (por ejemplo, México en 1982, con un cociente deuda/PNB de 47%, y Argentina en 2001, con un cociente deuda/PNB un poco por encima de 50 por ciento).

Nuestra investigación de los umbrales de endeudamiento de los países de

CUADRO 4. *La deuda externa al momento de la suspensión de pagos:
Países con ingresos medianos (1970-2001)*^a

	<i>Año de la suspensión de pagos o reestructuración</i>	<i>Cociente deuda externa/PNB en el año de la suspensión de pagos o reestructuración</i>	<i>Cociente deuda externa/exportaciones en el año de la suspensión de pagos o reestructuración</i>
Albania	1990	16.6	98.6
Argentina	1982	55.1	447.3
	2001 ^b	50.8	368.1
Bolivia	1980	92.5	246.4
Brasil	1983	50.1	393.6
Bulgaria	1990	57.1	154.0
Chile	1972	31.1	n.d.
	1983	96.4	358.6
Costa Rica	1981	136.9	267.0
Ecuador	1984	68.2	271.5
	2000	106.1	181.5
Egipto	1984	112.0	304.6
Federación Rusa	1991	12.5	n.d.
Filipinas	1983	70.6	278.1
Guyana	1982	214.3	337.7
Honduras	1981	61.5	182.8
Irán	1992	41.8	77.7
Irak	1990	n.d.	n.d.
Jamaica	1978	48.5	103.9
Jordania	1989	179.5	234.2
Marruecos	1983	87.0	305.6
México	1982	46.7	279.3
Panamá	1983	88.1	162.0
Perú	1978	80.9	388.5
	1984	62.0	288.9
Polonia	1981	n.d.	108.1
República Dominicana	1982	31.8	183.4
Rumania	1982	n.d.	73.1
	1998	58.5	109.8
Sudáfrica	1985	n.d.	n.d.
Trinidad y Tobago	1989	49.4	103.6
Turquía	1978	21.0	374.2
Uruguay	1983	63.7	204.0
Venezuela	1982	41.4	159.8
Yugoslavia	1983	n.d.	n.d.
Promedio		71.1	234.9

FUENTES Los datos sobre la deuda y el PNB se tomaron de la publicación *Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo*, del Banco Mundial, las fechas de las suspensiones de pagos o reestructuraciones se tomaron de Beim y Calomiris (2001), de las publicaciones *Credit Week* y *Debt Cycles in the World Economy*, de Standard and Poor's (1992).

^a Los grupos de ingresos se definen según la base de datos del Banco Mundial, *Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo*. La sigla n.d. significa no disponible. Los acervos de deuda se registran al final del periodo. Por consiguiente, el cociente deuda/PNB al final del año de la suspensión de pagos sesga los cocientes hacia arriba, dado que en la mayoría de los casos las suspensiones de pagos vienen acompañadas por una considerable depreciación del tipo de cambio real.

^b Al año 2000.

mercados emergentes comienza por relatar todos los episodios de suspensión de pagos o reestructuración de la deuda externa durante 1970-2001 para países con economías emergentes de ingresos medianos.¹³ El cuadro 4 presenta una lista de países, el primer año en que tuvieron un episodio de suspensión de pagos o reestructuración, y sus cocientes deuda externa/PNB y deuda externa/exportaciones a fines del año en que se presentó el evento de crédito.¹⁴ Obviamente, las suspensiones de pagos antes mencionadas, de México en 1982 y Argentina en 2001 no fueron la excepción. El cuadro 5, que se basa en el cuadro 4, muestra que la deuda externa excedió el ciento por ciento del PNB en tan solo 17% de los episodios de suspensión de pagos o reestructuración; que la mitad de todas las suspensiones de pagos ocurrió a montos por debajo de 60%, y que las suspensiones de pagos ocurrieron con un endeudamiento de menos de 40% del PNB también en 17% de los casos.¹⁵

CUADRO 5. *La deuda externa al momento de la suspensión de pagos: Distribución de frecuencias (1970-2001)*^a

<i>Rango de deuda externa/PNB en el primer año de la suspensión de pagos o reestructuración</i>	<i>Porcentaje de suspensiones de pagos o reestructuraciones totales en países de ingresos medianos</i>
Menos de 40 por ciento	17
De 41 a 60 por ciento	30
De 61 a 80 por ciento	23
De 81 a 100 por ciento	13
Más de 100 por ciento	17

FUENTES: Cuadro 4 y cálculos de los autores.

^a Los grupos de ingresos se definen según la base de datos del Banco Mundial, *Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo*. Esta distribución se basa en los casos para los cuales se tienen datos del cociente deuda/PNB. Todos los casos marcados como n.d. en el cuadro 4 se excluyeron de los cálculos.

¹³ De acuerdo con el Banco Mundial, en algunos casos, dividimos los países en desarrollo según su ingreso *per capita* en dos grandes grupos: países de ingresos medianos (los que en 1999 tenían un PNB *per capita* superior a los 755 dólares) y países de ingresos bajos. La mayoría de las economías de mercados emergentes (pero no todas) con acceso considerable a la financiación externa privada son países de ingresos medianos. De manera similar, la mayoría de los países de bajos ingresos (pero no todos) no tienen acceso a los mercados de capitales privados y dependen primordialmente de fuentes oficiales de financiación externa.

¹⁴ Cabe destacar que muchos de estos episodios de suspensión de pagos se prolongaron durante varios años.

¹⁵ Es importante hacer notar que los cuadros 4 y 5 miden la deuda externa total bruta debido a que los gobiernos deudores tienen escasa capacidad para gravar o de alguna otra manera confiscar los activos que los particulares mantienen en el extranjero. Por ejemplo, cuando Argentina incurrió en suspensión de pagos en 2001, de una deuda externa de 140 mil millones de dólares, sus ciudadanos tenían activos en el extranjero que algunos llegaron a estimar en cerca de 120-150 mil millones de dólares. Este fenómeno no es infrecuente y fue la norma en las crisis de la deuda del decenio de los ochenta.

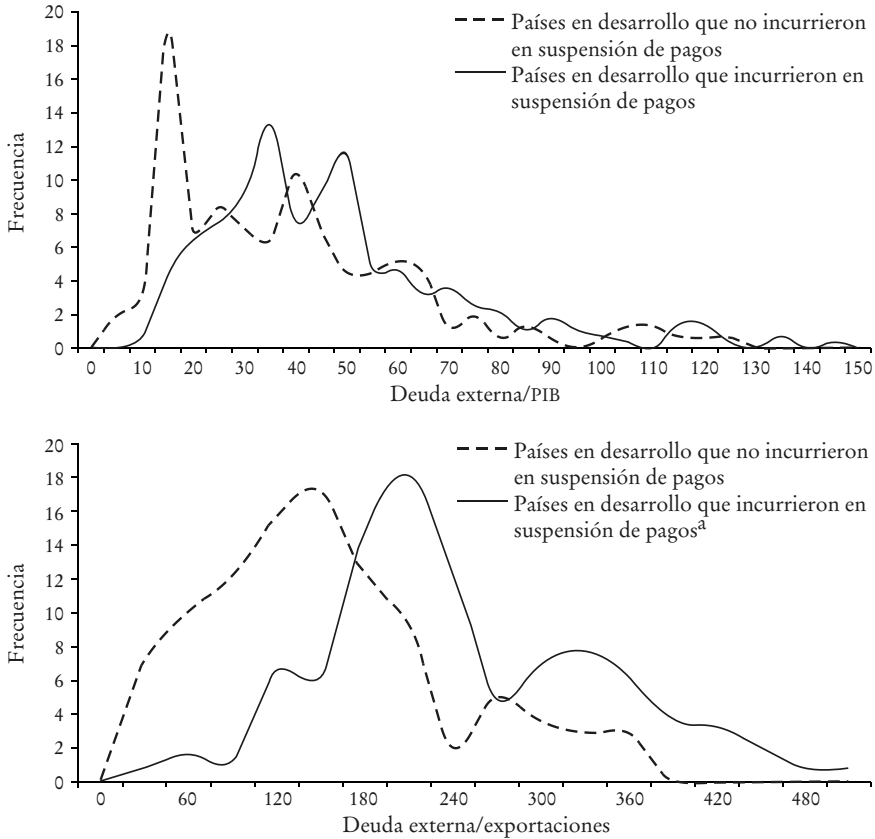
(En efecto, los umbrales de endeudamiento externo/PNB presentados en el cuadro 4 están sesgados hacia arriba debido a que los cocientes de deuda/PNB correspondientes al año en que se presentó el suceso están impulsados a la alza por la depreciación del tipo de cambio real que característicamente acompaña a estos hechos.)

Ahora procedemos a comparar los perfiles de endeudamiento externo de países de mercados emergentes con y sin una trayectoria de morosidad. La gráfica 4 muestra la distribución de frecuencias del cociente deuda externa/PNB en la parte superior, y del cociente deuda externa/exportaciones en la inferior de dos grupos de países durante 1970-2000. Ambas distribuciones son muy claras y muestran que los morosos se endeudan más (a pesar de que sus calificaciones tienden a ser peores por deudas iguales) que quienes no incurren en suspensión de pagos. La brecha entre los cocientes de deuda externa en países de mercados emergentes con y sin una trayectoria de morosidad se hace aún más grande cuando se considera el cociente deuda/exportaciones. Parece ser que quienes tienen el mayor riesgo de incurrir en suspensión de pagos cuando se endeudan (es decir, quienes tienen la mayor intolerancia a la deuda) son los que más se endeudan, sobre todo cuando se les mide en términos de sus exportaciones, que son su principal fuente de divisas. Por tanto, no es ninguna sorpresa que tantos ciclos de flujo de capitales terminen desencadenando un evento de crédito desagradable.

Podemos usar estas distribuciones de frecuencias para preguntarnos si existe un umbral de deuda externa/PNB para economías emergentes más allá del cual el riesgo de experimentar síntomas extremos de intolerancia a la deuda aumente marcadamente. (Esto sólo será un primer paso, ya que como veremos líneas abajo, los múltiples grados de intolerancia a la deuda implican umbrales muy distintos para varios países tomados por separado.) El cuadro 6 presenta un subgrupo de los números que apuntalan la gráfica 4, así como la distribución acumulativa de los cocientes deuda externa/PNB de los países que incurren en suspensión de pagos y los que no. Más de la mitad de las observaciones de países con un historial crediticio sólido tienen cocientes de deuda externa/PNB por debajo de 35% (47% de las observaciones son menores a 30%). Por lo contrario, para los países con un historial crediticio relativamente empañado se requiere cocientes de deuda externa/PNB superiores a 40% para captar la mayoría de las observaciones. Desde los cuadros 5 y 6, y sin considerar los factores de intolerancia a la deuda específicos para cada país, podemos apreciar que cuando los cocientes de

GRÁFICA 4. *Países que incurrieron en suspensión de pagos y los que no*
(1970-2000)

(Porcentaje)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas para la economía mundial*, y Banco Mundial, *Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo*.

^a La distribución de los “países de desarrollo que incurrieron en suspensión de pagos” que se muestra aquí abarca 98% del total de las observaciones de la muestra.

deuda externa de los mercados emergentes están por encima de 30-35% del PNB, el riesgo de un evento de crédito comienza a aumentar significativamente.¹⁶

¹⁶ Empleando un enfoque totalmente distinto, un estudio realizado por el FMI (2002) respecto a la sostenibilidad de la deuda presenta umbrales de deuda externa para países en desarrollo (se excluye los países más pobres y gravemente endeudados) que rondan los cocientes de 31 a 39%, según si se incluye o no la financiación oficial. Los resultados que presentamos líneas abajo sugieren que los umbrales específicos para cada uno de los países con intolerancia a la deuda probablemente deberían ser mucho más bajos.

CUADRO 6. *Distribución de frecuencias de los cocientes deuda externa/PNB (1970-2000)*

Cociente deuda externa/PNB (porcentaje)	Países de mercados emergentes sin una trayectoria de morosidad en su deuda externa		Países de mercados emergentes con una trayectoria de morosidad en su deuda externa	
	Densidad (porcentaje de países)	Distribución acumulativa	Densidad (porcentaje de países)	Distribución acumulativa
0	0	0	0	0
5	1.9	1.9	0	0
10	3.2	5.2	0.7	0.7
15	18.7	23.9	4.3	5.0
20	7.1	31.0	6.5	11.5
25	8.4	39.4	7.5	19.0
30	7.1	46.5	9.3	28.3
35	6.5	52.9	13.3	41.6
40	10.3	63.2	7.5	49.1
45	7.1	70.3	9.3	58.4
50	4.5	74.8	11.5	69.9
Partidas informativas:				
Moda		14.0		28.0
Media		33.3		40.9

FUENTES: Cálculos de los autores que se basan en los datos del Banco Mundial sobre la deuda y el PNB, publicados en *Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo*.

4. *Los componentes de la intolerancia a la deuda*

Para operar la medición de la intolerancia a la deuda nos enfocamos en dos indicadores: las calificaciones soberanas registradas por *Institutional Investor* y el cociente deuda externa/PNB (o deuda externa/exportaciones). Las calificaciones de *Institutional Investor* (CII), que se compilan dos veces por año, se basan en información aportada por economistas y analistas del riesgo soberano que trabajan en los bancos y empresas de valores más importantes del mundo. Las calificaciones evalúan a cada país en una escala del 0 a 100, en las que el 100 se otorga a países que se perciben como los que tienen la menor posibilidad de una suspensión de los pagos de sus pasivos.¹⁷ Por consiguiente, podríamos considerar la variable 100 menos la CII como un

¹⁷ Si se desea conocer la encuesta pormenorizada, consúltase la edición de septiembre de 2002 de *Institutional Investor*. Aunque no es decisiva para el análisis que presentamos a continuación, interpretamos las calificaciones registradas en cada encuesta semestral como si captaran el riesgo de suspensión de pagos a mediano plazo, es decir, dentro de uno o dos años.

sustituto del riesgo de suspensión de pagos. Desafortunadamente, los indicadores de riesgo de suspensión de pagos basados en el mercado sólo están disponibles para un rango mucho más reducido de países y a lo largo de un periodo mucho más corto.¹⁸

El segundo componente principal de nuestra medición de la intolerancia a la deuda consiste en la deuda externa total, opcionalmente ajustada con el PNB y las exportaciones. Nuestro hincapié en la deuda externa total (pública y privada) se debe a que la mayor parte de la deuda pública de los mercados emergentes hasta fines del decenio de los ochenta del siglo pasado era externa, y a que con frecuencia la deuda externa privada antes de una crisis se torna pública después del evento.¹⁹ No obstante, como se ilustra en la sección IV, más adelante será igualmente importante medir la intolerancia al creciente acervo de deuda pública interna.)

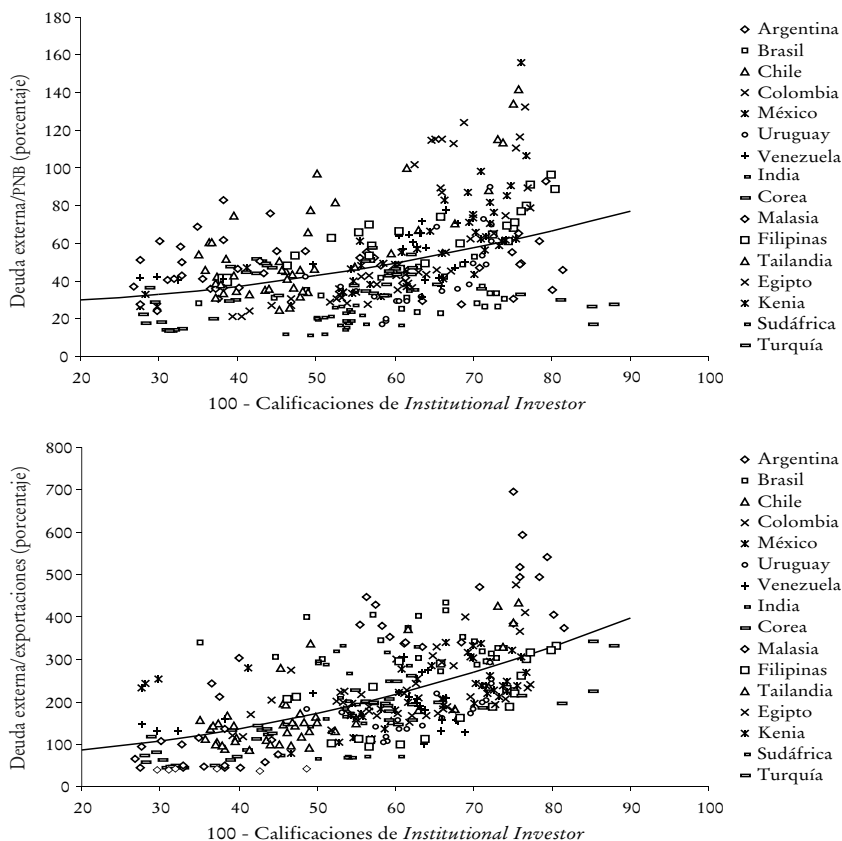
La gráfica 5 presenta un trazado de los principales componentes de la intolerancia a la deuda para cada año durante el periodo 1979-2000 de 16 economías de mercados emergentes. El eje vertical representa el cociente de la deuda externa y el eje horizontal nuestra medida del riesgo preferida (es decir, 100-CII); la parte superior muestra el ajuste de la deuda externa según el PNB, mientras que la inferior representa el ajuste según las exportaciones.

Como era de esperarse, el riesgo se incrementa con la acumulación de la deuda externa. Sin embargo, la gráfica 5 hace patente que la relación entre el riesgo y la deuda puede ser no lineal. En particular, cuando las primas de riesgo son muy altas (concretamente, cuando la probabilidad implícita del pago total se acerca al rango de 20%), poco importa si el cociente deuda externa/PNB es de 80 o 160%, o si el cociente deuda externa/exportaciones es de 300 o 700%. Esta no linealidad sólo refleja que debajo de un cierto umbral de las calificaciones de *Institutional Investor*, por lo común cerca de 24,

¹⁸ Podemos usar los precios del mercado secundario de la deuda externa de los bancos comerciales, que están disponibles desde mediados del decenio de los ochenta, como un indicador del pago esperado de los países de mercados emergentes. Sin embargo, las reestructuraciones de la deuda con el Plan Brady durante el decenio de los noventa convirtieron buena parte de esta deuda bancaria en bonos de deuda, por lo que a partir de 1992 los precios del mercado secundario tendrían que ser remplazados por el diferencial (*spread*) del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés), que hasta hoy en día aún es la manera más común de medir el riesgo. Estos indicadores basados en el mercado introducen un grave sesgo en la selección de la muestra: casi todos los países incluidos en el EMBI y todos los países de los que se tienen datos de los precios de su deuda secundaria durante el decenio de los ochenta tuvieron una gran trayectoria de eventos de crédito adversos, lo que dejó el grupo de control de los países que no incurrieron en una suspensión de pagos casi como el conjunto vacío.

¹⁹ Consulte en el Glosario de la deuda que se incluye en el apéndice una breve explicación de los diferentes conceptos de deuda empleados en este estudio.

GRÁFICA 5. *Medición de la intolerancia a la deuda:*
Deuda externa y riesgo de suspensión de pagos (1979-2000)



FUENTES: Banco Mundial, *Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo* e *Institutional Investor*.

el país normalmente ha perdido por completo el acceso a los mercados de capitales privados.²⁰

El cuadro 7 muestra los promedios de los periodos de varias medidas del riesgo y la deuda externa (los componentes de la intolerancia a la deuda) de una muestra representativa de países —nuestra muestra de sondeo (véase el apéndice de datos)—. Dado que algunos investigadores han argumentado que el punto de referencia “correcto” para los países de mercados emergen-

²⁰ Obtenemos un panorama similar (para una muestra más pequeña) al usar otras medidas del riesgo, como son los precios de los mercados secundarios de la deuda de los bancos comerciales o los diferenciales EMBI.

CUADRO 7. *Otras medidas del riesgo y la carga de la deuda externa:
Los componentes de la intolerancia a la deuda (promedios
del periodo, como se indica)*

	<i>Calificaciones de Institutional Investor (1979-2002)</i>	<i>Precios del mercado secundario (1986-1992)</i>	<i>Diferencial EMBI^a</i>	<i>Deuda/PNB (1970-2000) (porcentaje)</i>	<i>Deuda/ exportaciones (1970-2000) (porcentaje)</i>
<i>Países de mercados emergentes que han incurrido en suspensión de pagos o reestructuración al menos una vez desde 1824</i>					
Argentina	34.7	34.9	1 756	37.1	368.8
Brasil	37.4	42.9	845	30.7	330.7
Chile	47.5	70.8	186	58.4	220.7
Colombia	44.6	71.4	649	33.6	193.5
Egipto	33.7	n.d.	442	70.6	226.7
Filipinas	34.7	54.4	464	55.2	200.3
México	45.8	56.0	593	38.2	200.2
Turquía	34.9	n.d.	663	31.5	210.1
Venezuela	41.5	59.6	1 021	41.3	145.9
Promedio del grupo	39.4	55.7	638	44.1	232.9
<i>Países de mercados emergentes sin historia de morosidad en su deuda externa</i>					
Corea	63.4	n.d.	236	31.9	85.7
India	53.7	n.d.	n.d.	19.0	227.0
Malasia	63.5	n.d.	166	40.1	64.9
Singapur	79.9	n.d.	n.d.	7.7	4.5
Tailandia	55.7	n.d.	240	36.3	110.8
Promedio del grupo	63.2	n.d.	214	27	98.6
<i>Economías avanzadas sin historia de morosidad en su deuda externa^b</i>					
Australia	77.3	n.d.	n.d.	29.8	159.3
Canadá	86.0	n.d.	n.d.	68.9	234.4
Estados Unidos	92.8	n.d.	n.d.	58.4	671.7
Italia	76.4	n.d.	n.d.	81.6	366.0
Nueva Zelanda	70.7	n.d.	n.d.	51.9	167.3
Noruega	85.3	n.d.	n.d.	34.4	87.5
Promedio del grupo	81.4	n.d.	n.d.	54.2	281.0

FUENTES: Banco Mundial, *Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo*, *Institutional Investor*, JP Morgan Chase, Salomon Brothers, Inc., ANZ Bank *Secondary Market Price Report* y OCDE.

^a Los promedios EMBI se cuentan hasta 2002. Las fechas de inicio varían para cada país y son como sigue: Argentina, 1993; Brasil, México y Venezuela, 1992; Chile, Colombia y Turquía, 1999; Egipto y Malasia, 2002; Filipinas y Tailandia, 1997, y Corea 1998.

^b Deuda pública total (del gobierno).

CUADRO 8. *Otras medidas del riesgo y la deuda: Correlaciones por pares del panel^a*

	100-calificaciones de Institucional Investor (1979-2000)	100-precios del mercado secundario (1986-1992)	Diferencial EMBI ^b
<i>Correlaciones con el coeficiente deuda externa/PNB</i>			
Muestra total de las regiones en desarrollo	0.40*	0.47*	0.55*
África	0.22	0.65*	0.73*
Economías asiáticas emergentes	0.44*	n.d.	n.d.
Medio Oriente	0.18	n.d.	n.d.
Hemisferio Occidental	0.38*	0.50*	0.45*
<i>Correlaciones con el cociente deuda externa/exportaciones</i>			
Total de la muestra	0.61*	0.58*	0.37*
África	0.60*	0.59*	0.67*
Economías asiáticas emergentes	0.74*	n.d.	n.d.
Medio Oriente	0.51*	n.d.	n.d.
Hemisferio Occidental	0.43*	0.59*	0.06

FUENTES: Banco Mundial, *Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo*, *Institutional Investor*, JP Morgan Chase, Salomon Brothers, Inc., ANZ Bank *Secondary Market Price Report*.

^a El asterisco indica que la correlación es estadísticamente significativa con una confianza de 5 por ciento. La sigla n.d. significa no disponible.

^b Excepto Rusia. Véase la nota al pie del cuadro 7 para conocer la disponibilidad.

tes debería provenir de los montos de deuda pública que las economías avanzadas pueden tolerar; el cuadro 7 también incluye esta medida para un grupo de países avanzados que no han incurrido en suspensión de pagos.²¹ El cuadro muestra claramente que, si bien la relación entre la deuda externa y el riesgo puede ser monótona en los países de mercado emergentes, no es el caso de la deuda pública de las economías avanzadas, puesto que en esos países, los montos relativamente grandes de deuda gubernamental pueden coexistir con bajos riesgos. El cuadro 7, junto con el cuadro 8, muestra las correlaciones por pares del panel entre los dos cocientes de la deuda y las tres medidas diferentes del riesgo para una muestra más amplia de economías en desarrollo, y también destaca que las distintas medidas del riesgo presentan un panorama muy similar de las calificaciones relativas de ambos grupos de países, y de la correlación entre el riesgo y la deuda. Como se esperaba, en la gráfica 5 las correlaciones son uniformemente positivas en todos los grupos regionales de países, y en la mayoría de los casos son estadísticamente significativas.

²¹ Véase, por ejemplo, Reissen (1989).

5. *La intolerancia a la deuda: Clubes y regiones*

A continuación empleamos los componentes de la intolerancia a la deuda (calificaciones del riesgo CII y proporciones de la deuda externa) en un algoritmo de dos pasos trazado en el diagrama 1 para definir los clubes de deudores y regiones de vulnerabilidad. Comenzamos por calcular la media (45.9) y la desviación estándar (21.8) de la CII de 53 países durante el periodo 1979-2002, y usamos estas medidas para dividir los países en tres “clubes”, sin mucho rigor.²² Los países que tienen una CII promedio durante el periodo 1979-2002 de 67.7 o más (la media más una desviación estándar) conforman el club “A”, que agrupa a los países que disfrutaron de un acceso virtualmente ininterrumpido a los mercados de capitales (es decir, las economías avanzadas). Como lo demuestra su historial de pagos (cuadro 2), estos países son los que menor intolerancia a la deuda tienen. En el extremo opuesto, el club C se compone de los países cuya CII promedio es inferior a 24.2 (la media menos una desviación estándar). Este grupo de “segregación” incluye a los países cuyas fuentes primarias de financiación externa son los subsidios y préstamos oficiales; los países de este club tienen tanta intolerancia a la deuda que los mercados no les conceden más que oportunidades esporádicas de obtener préstamos. El resto de los países están en el club B; constituyen el enfoque principal de nuestro análisis y exhiben distintos grados de intolerancia a la deuda.²³

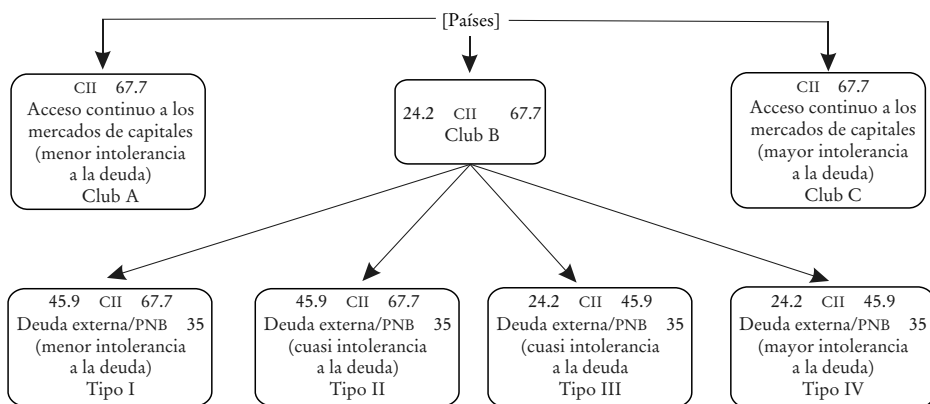
Estos países ocupan la región “indeterminada” de los modelos teóricos de endeudamiento de la región; una región en donde el riesgo de suspensión de pagos no es trivial, y donde las corridas autogeneradas son el posible detonante de una crisis. El club B es numeroso e incluye tanto a los países que están en la cúspide de su “graduación” como a los que pudieran estar a punto de incurrir en suspensión de pagos. Es por ello que este club de “indeterminados” requiere una mayor diferenciación. Nuestra medida del riesgo preferida ya no es una estadística suficiente, y los datos del alcance del apalancamiento (el segundo componente de la intolerancia a la deuda) son necesarios para identificar con exactitud el grado relativo de intolerancia a la deuda dentro de este club.

Por tanto, en el segundo paso, nuestro algoritmo subdivide el club B de

²² El promedio de cada país se muestra en el cuadro A2 del apéndice.

²³ Esto nos recuerda el aforismo de Groucho Marx: “Jamás aceptaría pertenecer a un club que admitiera como miembro a alguien como yo”. Como se mostrará más adelante, ser miembro del club B no es ningún privilegio.

DIAGRAMA 1. *La definición de los clubes de deudores y las regiones de intolerancia a la deuda externa^a*



^a CII = valor promedio a largo plazo de las calificaciones de *Institutional Investor*.

los “indeterminados” en cuatro regiones o grupos, que van de menor a mayor intolerancia. La región con la menor intolerancia a la deuda incluye a los países (tipo I) que durante 1979-2002 tuvieron una CII promedio por encima de la media (45.9) pero inferior a 67.7 y un cociente deuda externa/PNB menor a 35% (un umbral que, como se ha venido analizando, da cuenta de la mitad de las observaciones de los países que no incurrieron en ninguna suspensión de pagos durante el periodo 1970-2000). La siguiente región (tipo II) incluye a los países cuya CII está por encima de la media, pero cuyo cociente deuda externa/PNB es superior a 35%. Este es el segundo grupo menos intolerante a la deuda. La región que sigue (tipo III) comprende a los países cuya CII está por debajo de la media pero por encima del 24.2, y cuya deuda externa es inferior a 35% del PNB. Por último, la región con la mayor intolerancia a la deuda (tipo IV) está conformada por países con una CII inferior a la media y deuda externa por encima de 35% de su PNB. Los países de la región del tipo IV podrían fácilmente caer en el grupo desprovisto de acceso. Por ejemplo, a principios de 2000, la CII de Argentina era de 43 y su cociente deuda externa/PNB era de 51%, por lo que pertenecía al tipo IV. En septiembre de 2002, las calificaciones de Argentina habían bajado al 15.8, lo que indica que el país se había “graduado”, pero en reversa, para pasar a formar parte del club C. Como veremos, no es fácil que un país se gradúe y pase a formar parte de un grupo superior y, de hecho, pueden pasar decenios de

un récord de pagos impecable y pequeña deuda para que alguno pase del club B al A.

II. LA INTOLERANCIA A LA DEUDA: EL PAPEL DE LA HISTORIA

Esta sección comienza por ofrecer algunas perspectivas de los orígenes históricos del riesgo país, que algunos han erróneamente denominado el “pecado original”.²⁴ En particular, nos enfocamos en los historiales de crédito y trayectorias de inflación de los países. Nuestros resultados centrales sirven para: *i*) ilustrar cómo se calculan los umbrales de endeudamiento específicos para cada país —en contraste con el burdo cociente de 35% de la deuda externa respecto al PNB que se estableció líneas arriba—; *ii*) mostrar cómo los países del “club de los indeterminados” pasan de una región de intolerancia a la deuda a otra con el tiempo; *iii*) ilustrar cómo los países pueden “graduarse” y pasar a formar parte de un club mejor, y *iv*) mostrar cómo un sencillo resumen estadístico puede clasificar a los países del “club de los indeterminados” según su grado relativo de intolerancia a la deuda.

1. *Determinantes históricos del riesgo país*

Para prepararnos a investigar econométricamente la relación entre el crédito de la deuda (externa) y la trayectoria de inflación, y el riesgo soberano, ampliamos nuestra muestra de los 20 países incluidos en la lista del cuadro 7 a un total de 53 países; véase el cuadro A2. La calificación CII, nuestra medida preferida del riesgo país, se usó como variable dependiente en todas las regresiones. Para medir el historial crediticio, para cada país calculamos el porcentaje de años de la muestra durante los cuales su deuda externa estuvo en estado de suspensión de pagos o en proceso de reestructuración para dos periodos distintos: 1824-1999 y 1946-1999. Otro indicador del historial crediticio que empleamos es el número de años desde la más reciente suspensión de pagos (o reestructuración) de la deuda externa. También calculamos el porcentaje de periodos de 12 meses durante los cuales la inflación estuvo por encima de 40% en el periodo 1958-2000.²⁵ Aunque es muy razonable esperar que la intolerancia a la deuda por sí misma conduzca a una mayor

²⁴ Véase, por ejemplo, Eichengreen, Hausmann y Panizza (2002).

²⁵ Véase un análisis de por qué 40% parece ser un umbral razonable de inflación en Easterly (2001) y Reinhart y Rogoff (2002).

probabilidad de suspensión de pagos (debido a que los mercados cobran una prima alta por sus préstamos) o a una mayor probabilidad de inflación (porque con frecuencia no hay otras fuentes de financiación del déficit), no nos preocupa mucho la endogenidad potencial de estos dos regresores, porque están en gran parte predeterminados en relación con el mismo periodo principal (1979-2000).²⁶

Sin embargo, el empleo del cociente deuda externa/PNB (o deuda externa/exportaciones), que es un promedio del periodo 1970-2000, como regresor tiene un problema potencial de endogenidad, por lo que presentamos los resultados tanto de los mínimos cuadrados (MC) como de la estimación de la variable instrumental (VI) (en la que se usó como instrumento el promedio del cociente deuda externa/PNB durante los años 1970-1978). Dado que la prueba de White reveló la existencia de heteroscedasticidad en los residuales, hicimos la corrección pertinente para asegurar la congruencia de los errores estándar. Para conocer si las diferencias en cuanto a la tolerancia a la deuda de los países del club A y de todos los demás son sistemáticas, también utilizamos una variable ficticia (*dummy*) del “club A” en las regresiones, con lo que se permitió que los países del club A tuvieran un coeficiente de pendiente distinto en el cociente deuda/PNB.

La parte superior del cuadro 9 define cada variable; la parte inferior presenta los resultados de seis especificaciones distintas de las regresiones de corte transversal entre países. La primera columna enumera las regresiones. Las siguientes seis columnas registran los coeficientes de las variables explicativas y sus estadísticos *t* correspondientes (entre paréntesis), mientras que la última columna muestra el R^2 de la regresión. Como lo ilustra el cuadro, menos de un puñado de variables pueden dar cuenta de una porción significativa (aproximadamente de 75%) de la variación de corte transversal entre países riesgo, según las mediciones de las calificaciones de *Institutional Investor*. Como era de esperarse, un historial crediticio o una trayectoria de inflación pobre reduce la calificación y aumenta el riesgo. En las regresiones, todos los coeficientes, excepto el cociente deuda/PNB, están forzados a ser iguales para el club A (conformado mayormente por economías avanzadas) y para todos los demás países. Un resultado común y sólido en todas las

²⁶ Una manera obvia de extender este análisis del historial crediticio sería hacer una distinción entre la suspensión de pagos en tiempos de paz y en tiempos de guerra y recabar información adicional de la violación de otros contratos por parte del gobierno, como son la suspensión de pagos de la deuda interna y/o la conversión forzosa de los depósitos en dólares a moneda local (como ocurrió en Argentina en 2002, en Bolivia en 1982, en México en 1982 y en Perú en 1985).

CUADRO 9. *Deuda externa, riesgo e intolerancia a la deuda:
El papel de la trayectoria y los "clubes".
Resultados de la muestra de corte transversal^a*

Número de la regresión	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	X_6	R^2 ajustado
<i>Estimaciones de mínimos cuadrados, errores sólidos</i>							
1	0.16 (2.97)	0.21 (2.10)			0.33 (5.40)	0.28 (3.63)	0.77
2	0.16 (1.87)		0.17 (1.53)		0.34 (4.49)	0.29 (3.68)	0.76
3	0.11 (1.37)			0.05 (1.93)	0.29 (4.03)	0.27 (3.62)	0.79
<i>Estimaciones de la variable instrumental, errores sólidos</i>							
4	0.14 (1.93)	0.12 (1.33)			0.41 (3.52)	0.31 (2.12)	0.74
5	0.13 (1.26)		0.12 (0.86)		0.39 (2.51)	0.34 (2.30)	0.74
6	0.08 (0.65)			0.05 (1.91)	0.33 (2.02)	0.33 (2.23)	0.77

FUENTES: Beim y Calomiris (2001), *Institutional Investor*, Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Standard and Poor's *Credit Week* y *Debt Cycles in the World Economy* (1992), así como cálculos de los autores.

^a La regresión es: $Y_i = \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \beta_5 X_{5i} + \beta_6 X_{6i} + u_i$, en la que las X se definen abajo, el subíndice i denota el país, y u_i es un término de perturbación. X_1 porcentaje de periodos de 12 meses con inflación de 40% o más desde 1948; X_2 porcentaje de años en estado de suspensión de pagos o reestructuración desde 1824; X_3 porcentaje de años en estado de suspensión de pagos o reestructuración desde 1946; X_4 número de años desde la última suspensión de pagos o reestructuración; X_5 deuda externa/PNB (promedio de 1970-2000), x variable no ficticia del club A; X_6 deuda externa/PNB (promedio de 1970-2000) x variable ficticia del club A; Y calificaciones de *Institutional Investor* (promedio de 1979-2000); 53 observaciones. Los estadísticos t se indican entre paréntesis.

regresiones de corte transversal entre los seis países y que se presenta en el cuadro es que el cociente deuda externa/PNB entra con un coeficiente negativo (y significativo) para todos los países de los clubes B y C, mientras que tiene un coeficiente positivo para las economías avanzadas del club A.²⁷ Como mostraremos a continuación, este resultado es sólido a la adición de una dimensión temporal a las regresiones. Si bien no los presentamos aquí por cuestiones de espacio, estos resultados son igualmente sólidos al uso del cociente deuda externa/exportaciones, en lugar del cociente deuda externa/PNB como regresor.

²⁷ El coeficiente estimado para los países del club A capta tanto los factores institucionales como estructurales específicos para dichos países, así como los diferentes conceptos de la deuda (deuda pública total en contraste con la deuda externa total) empleados para esos casos (véase en el apéndice el Glosario de la deuda).

El cuadro 10 muestra los resultados de dos regresiones de panel (estimadas con efectos fijos y errores estándar sólidos), en el que se hizo la regresión de la calificación CII contra el cociente deuda (externa)/PNB y tres tiempos ficticios para periodos que corresponden aproximadamente a las fases del ciclo de deuda más reciente: antes de la crisis de la deuda (1980-1982); durante la crisis de la deuda y la resolución del Plan Brady (1983-1993), y después de la crisis y la reanudación de los préstamos (1994-2000). Las regresiones que incluyen las variables ficticias para cada año (que se registran en el cuadro A3 del apéndice) revelaron que los datos de *Institutional Investor* demarcan naturalmente estos tres subperiodos fácilmente identificables. La primera regresión incluye a 38 de los 53 países en las regresiones de corte transversal (se trata de países de los clubes B y C), mientras que la segunda regresión incluye además a 15 países del club A y (como se hizo anteriormente) les permite tener un coeficiente de pendiente distinto en el cociente deuda/PNB.

Un hallazgo central de las regresiones de corte transversal quedó confirmado por las regresiones de panel (incluyendo las que se presentan en el apéndice): la deuda está significativa y negativamente relacionada con el riesgo soberano para los países con intolerancia a la deuda de los clubes B y C. En la regresión que incluye las economías avanzadas, que conforman la ma-

CUADRO 10. *Deuda y riesgo: Pruebas de los datos del panel (1979-2000)*^a

Número de la regresión	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	Número de observaciones	R^2 ajustado
<i>Mínimos cuadrados con efectos fijos y errores sólidos</i>							
1	3.01 (2.06)	12.22 (8.98)	7.01 (5.13)	0.13 (10.37)		760	0.78
2	3.61 (2.90)	12.33 (10.69)	6.62 (5.60)	0.11 (9.24)	0.01 (0.04)	1 030	0.91

FUENTES: Beim y Calomiris (2001), *Institutional Investor*, Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Standard and Poor's *Credit Week* y *Debt Cycles in the World Economy* (1992), así como cálculos de los autores.

^a La regresión es: $Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + u_{i,t}$, en la que las X se definen abajo, el subíndice i y t denotan el país y el año, respectivamente, y $u_{i,t}$ es un término de perturbación. X_1 variable ficticia 1 en 1980-1982, o 0 en caso contrario; X_2 variable ficticia 1 en 1983-1993, o 0 en caso contrario; X_3 variable ficticia 1 en 1994-2000, o 0 en caso contrario; X_4 deuda/PNB x variable no ficticia del club A; X_5 deuda/PNB x variable ficticia del club A; Y calificaciones de *Institutional Investor*. Los estadísticos t se indican entre paréntesis.

yoría del club A, el coeficiente de la deuda es positivo (aunque a diferencia de los resultados de la muestra de corte transversal no es estadísticamente significativo). Los coeficientes de los tres subperiodos son todos estadísticamente significativos y tienen una interpretación intuitiva. Las calificaciones CII fueron altas en todos los casos antes de las crisis de la deuda del decenio de los ochenta, cayeron en picada a medida que la crisis progresaba y se recuperaron sólo en parte en el decenio de los noventa, sin volver a registrar los mismos niveles que tenían antes de la crisis. Por tanto, la intolerancia a la deuda es de larga duración.

2. *Umbral de endeudamiento específicos para cada país*

Ahora emplearemos algunos de nuestros resultados centrales para ilustrar que, si bien un cociente deuda externa/producción de 35 es un umbral de endeudamiento “seguro” para los países que no han logrado entrar al club A, nuestro análisis implica que los países que tienen un historial crediticio deficiente podrían ser muy vulnerables a deudas externas mucho más bajas. Para ilustrar este punto básico pero crítico, realizamos el siguiente ejercicio: usamos los coeficientes estimados de la regresión 1 del cuadro 9, junto con los valores reales de los regresores, para elaborar valores estimados (previstos) del índice de *Institutional Investor* para diferentes cocientes deuda externa/PNB para cada país. El cuadro 11 ilustra el ejercicio para los casos de Argentina y Malasia para niveles de deuda externa que van de 0 a 45% del PNB. Hasta que Argentina incurrió en una suspensión de pagos en diciembre de 2001, ambos países formaban parte del club B.

El ejercicio muestra claramente que la precaria situación de la intolerancia a la deuda de Argentina ha persistido durante más tiempo que la de Malasia. Hay que recordar que dentro del club B, la región del tipo I es la más segura (la de menor intolerancia a la deuda) y Argentina sólo permanece en esa región relativamente segura en virtud de que su deuda externa está por debajo de 20%, mientras que Malasia mantiene su endeudamiento por debajo de 35% y se conserva en la región II (que es relativamente segura) de 40%. La pauta y contraste que se muestran en el cuadro 11 son característicos de un número mucho mayor de casos, entre los que Argentina representa a muchos países con un historial crediticio y trayectoria de inflación relativamente deficientes y Malasia representa los casos en los que no existe una trayectoria de morosidad ni inflación alta.

CUADRO 11. *Umbral de endeudamiento externo específicos por país implícitos en los resultados de la regresión: Una ilustración de los casos de Argentina y Malasia^a*

<i>Deuda externa/PNB (porcentaje)</i>	<i>Argentina</i>		<i>Malasia</i>	
	<i>Estimado de Institucional Investor</i>	<i>Tipo de región</i>	<i>Estimado de Institucional Investor</i>	<i>Tipo de región</i>
0	51.4	I	61.1	I
5	49.3	I	59.0	I
10	47.3	I	57.0	I
15	45.2	III	54.9	I
20	43.2	III	52.9	I
25	41.1	III	50.8	I
30	39.1	III	48.8	I
35	37.0	III	46.7	II
40	34.9	IV	44.7	IV
45	32.9	IV	42.6	IV

FUENTE: Cálculos de los autores.

^a Cálculos basados en los coeficientes de la regresión 1 del cuadro 9. Para los países del club B (24.2 calificaciones de *Institutional Investor* 67.7) las cuatro regiones (de menor a mayor grado de vulnerabilidad) que se definen en el diagrama 1 son: menor intolerancia a la deuda, tipo I (45.9 CII 67.7 y deuda/PNB 35); casi intolerancia a la deuda, tipo II (45.9 CII 67.7 y deuda/PNB 35); casi intolerancia a la deuda, tipo III (25.2 CII 45.9 y deuda/PNB 35) y los con mayor intolerancia a la deuda, tipo IV (25.2 CII 45.9 y deuda/PNB 35).

3. *Movimiento entre regiones de intolerancia a la deuda*

Para ilustrar cómo los países del club B de los indeterminados se tornan más o menos vulnerables con el tiempo, el cuadro 12 presenta un ejercicio similar al que se muestra en el cuadro 11 para el caso de Brasil. La principal diferencia es que esta vez, en lugar de emplear un nivel de endeudamiento hipotético (como en el cuadro 11), calculamos los estimados de la CII por medio de los cocientes reales de deuda externa/PNB para cada año. Además de presentar las calificaciones estimadas de *Institutional Investor*, también registramos la calificación real de la CII y la diferencia entre ambas cantidades. Las últimas dos columnas muestran la región real como se describe en el diagrama 1 (basada en la deuda externa y los valores reales de la CII) y la región estimada (basada en la deuda externa y la CII estimada). La parte sombreada indica los años en los que la deuda externa de Brasil estuvo en un estado de suspensión de pagos o en proceso de reestructuración, mientras que los caracteres en cursivas de las últimas dos columnas indican los años en los que hay discrepancias entre la región real y la estimada.

CUADRO 12. *Arenas movedizas. La transición entre las regresiones de intolerancia a la deuda: Una ilustración para el caso de Brasil^a*

Año	CII real	CII estimada	CII real estimada	Región real	Región estimada
1979	64.9	36.9	27.9	I	III
1980	55.4	35.5	19.9	I	III
1981	49.3	35.2	14.1	II	IV
1982	51.4	34.1	17.2	II	IV
1983	42.9	27.9	15.0	IV	IV
1984	29.9	27.7	2.2	IV	IV
1985	31.3	29.2	2.1	IV	IV
1986	33.6	31.7	1.9	IV	IV
1987	33.6	31.6	2.0	III	III
1988	28.9	33.6	4.7	III	III
1989	28.5	37.8	9.4	III	III
1990	26.9	37.7	10.8	III	III
1991	26.1	36.1	10.0	III	III
1992	27.1	34.7	7.6	III	III
1993	27.8	34.6	6.9	III	III
1994	29.6	36.8	7.2	III	III
1995	34.2	38.9	4.8	III	III
1996	37.1	38.7	1.6	III	III
1997	39.2	38.1	1.0	IV	IV
1998	38.4	35.8	2.6	IV	IV
1999	37.0	29.5	7.4	III	III
2000	41.8	31.4	10.4	III	III
2001	41.8	28.6	13.2	III	IV

FUENTES: *Institutional Investor* (varias ediciones) y cálculos de los autores.

^a Cálculos basados en los coeficientes de la regresión 1 del cuadro 9. Para los países del club B [24.2 calificaciones de *Institutional Investor* (CII) 67.7] las cuatro regiones (de menor a mayor grado de vulnerabilidad) que se definen en el diagrama 1 son: menor intolerancia a la deuda, tipo I (45.9 CII 67.7 y deuda/PNB < 35); cuasi intolerancia a la deuda, tipo II (45.9 CII 67.7 y deuda/PNB < 35); cuasi intolerancia a la deuda, tipo III (25.2 CII 45.9 y deuda/PNB < 35), y los con mayor intolerancia a la deuda tipo IV (25.2 CII 45.9 y deuda/PNB < 35). La parte sombreada denota los años durante los que se mantuvo el estado de suspensión de pagos o reestructuración, mientras que los números en cursivas de las últimas dos columnas destacan los años en los que hay diferencias entre la región real y la estimada.

Una pauta que cabe destacar es que las calificaciones CII reales de Brasil comienzan muy altas en 1979 y, si bien declinaron, siguieron bastante altas hasta antes de la suspensión de pagos-reestructuración de 1983. En efecto, la brecha entre las calificaciones real y estimada de la CII llega a su punto máximo en la etapa preliminar al evento de crédito. Según los datos reales de la CII y la deuda, Brasil estaba en la región II (que es relativamente segura) en la víspera del episodio de suspensión de pagos de 1983, mientras que según

nuestras estimaciones estaba en la región de mayor intolerancia a la deuda (región IV). Después del evento de crédito Brasil permaneció en la región de mayor intolerancia a la deuda por algunos años, de acuerdo con ambas mediciones. Vale la pena destacar que al igual que las calificaciones reales estaban muy por encima de la CII estimada en los años anteriores a la mora, las CII reales estaban por debajo de nuestra medida en los años posteriores al episodio de mora. Esta pauta también se hace patente en muchos otros episodios de la muestra y sirve de apoyo al punto de vista de que las calificaciones tienden a ser procíclicas. Hay que hacer notar que para la mayoría de los años (a excepción de la etapa preliminar a la suspensión de pagos de 1983 y 2001), la región de intolerancia a la deuda prevista coincidió con la región real.

Como se observó líneas arriba, hay algunos años en los que la CII real es considerablemente superior a la estimada que se obtuvo mediante nuestro modelo simple. Sin embargo, en general, estas brechas son *i)* no persistentes a lo largo del tiempo y *ii)* no sistemáticas en ninguna dirección. Aun así, para algunos países observamos brechas congruentes, persistentes y de tamaño considerable entre la CII real y la prevista. Una posible interpretación es que estos países ya se “graduaron” o están en proceso de hacerlo, para salir del club B.

4. Cómo superar la intolerancia a la deuda: Algunas pruebas prometedoras

Para explorar los países de la muestra que se perfilan como candidatos a graduarse, calculamos la diferencia entre la calificación CII real y la prevista, promediada para 1992-2000 (aproximadamente la segunda mitad del periodo de estimación). Los cinco países que presentan las brechas más pronunciadas durante ese periodo se muestran en orden descendente en el cuadro 13. No es ninguna sorpresa que Grecia y Portugal destaquen como los casos más obvios de una posible graduación para pasar del club B al club A. En un remoto tercer lugar están Malasia y Tailandia (no obstante sus crisis de 1997-1998), dado que ninguno de estos países tiene una trayectoria de morosidad o inflación alta. Chile, la nación latinoamericana con el mejor desempeño constante, está en quinto lugar, lo que posiblemente sugiere que ha comenzado a separarse de su larga trayectoria de inflación alta y eventos de crédito adversos.

CUADRO 13. *La subestimación persistente y cuantiosa del riesgo país (CII).
¿Prueba de graduación de la intolerancia a la deuda?
Promedios del periodo 1992-2000^a*

	<i>Región estimada</i>	<i>Región real</i>	<i>CII real menos CII estimada</i>
Grecia	IV	II	41.1
Portugal	IV	II	35.3
Tailandia	IV	II	22.4
Malasia	IV	II	21.2
Chile	IV	II	19.8
Partidas informativas:			
Media para la muestra total			6.10
Desviación estándar para toda la muestra			12.6
Media sin contar los primeros cinco países			2.5

FUENTES: *Institutional Investor* (varias ediciones) y cálculos de los autores.

^a Cálculos basados en los coeficientes de la regresión 1 del cuadro 9. Para países del club B (24.2 calificación de *Institutional Investor* 67.7) las cuatro regiones (de menor a mayor grado de vulnerabilidad) definidas en el diagrama 1 son: menor tolerancia a la deuda, tipo I (45.9 CII 67.7 y deuda/PNB 35); cuasi intolerancia a la deuda, tipo II (45.9 CII 67.7 y deuda/PNB 35); cuasi intolerancia a la deuda, tipo III (25.2 CII 45.9 y deuda/PNB 35), y mayor intolerancia a la deuda, tipo IV (25.2 CII 45.9 y deuda/PNB 35).

5. *Calificación de la intolerancia a la deuda en el “club de los indeterminados”*

Hemos presentado pruebas en favor de la idea de que existe un grupo de países que conforman un club B de indeterminados que abarca desde regiones relativamente “seguras” (tipo I) hasta regiones más precarias, donde la probabilidad de que se dé un evento de crédito adverso es cada vez mayor: es decir, los países tienen intolerancia a la deuda en menor o mayor medida. En el cuadro 14 se presenta una medida más continua de la intolerancia a la deuda. El cuadro proporciona el cociente promedio de la deuda externa y el PNB dividido entre la CII promedio, así como el cociente promedio de la deuda externa y las exportaciones dividido entre la CII promedio. Independientemente de la medida de intolerancia a la deuda que se elija de entre las dos, los países con una trayectoria crediticia más endeble muestran mayor intolerancia a la deuda. Así, por ejemplo, el cociente promedio entre deuda/PNB y la CII es más del doble para los países con una trayectoria de morosidad, que para aquellos que han podido evitar una suspensión de pagos. La diferencia entre los indicadores sucintos de intolerancia a la deuda de los dos grupos es mucho más marcada cuando se considera el cociente que tiene

CUADRO 14. *Calificación de la intolerancia a la deuda en el club B:
Promedios del periodo 1979-2000*

	(Deuda externa/PNB)/ calificación de Institutional Investor	(Deuda externa/exportaciones)/ calificación de Institutional Investor
<i>Países con el menos una suspensión de pagos o reestructuración de la deuda externa desde 1824</i>		
Argentina	1.1	10.6
Brasil	0.8	8.8
Chile	1.2	4.7
Colombia	0.8	4.3
Egipto	2.1	6.7
Filipinas	1.6	5.8
México	0.8	4.4
Turquía	0.9	6.0
Venezuela	1.0	3.5
Promedio del grupo	1.1	6.1
<i>Países en desarrollo sin trayectoria de morosidad en la deuda externa</i>		
Corea	0.5	1.4
India	0.4	4.2
Malasia	0.6	1.0
Singapur	0.1	0.1
Tailandia	0.7	2.0
Promedio del grupo	0.5	1.7

FUENTES: Banco Mundial, *Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo*, Institutional Investor.

como numerador la relación deuda/exportaciones. Por tanto, este resumen estadístico tal vez resulte útil para poder comparar el grado relativo de la intolerancia a la deuda de los países entre sí (tal y como se hace aquí) y de cada país a lo largo del tiempo.²⁸

III. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA Y REVERSIONES DE LA DEUDA

Hasta ahora nuestro análisis se ha enfocado en cuantificar y explicar la intolerancia a la deuda externa. Para reiterar, la premisa básica es que, debido a la intolerancia a la deuda, algunos países enfrentan dificultades, periódicamente, para cumplir con sus obligaciones de pago en los términos originales del crédito, aun de deudas que serían moderadas para países sin intolerancia

²⁸ El diagrama 1 usa el cociente deuda/PIB como medida para dividir las regiones del club B, pero se podría realizar un ejercicio semejante para el cociente deuda/exportaciones.

a la deuda. En esta sección, comenzamos con un análisis de las consecuencias de la intolerancia a la deuda para los análisis estándar de sostenibilidad de la deuda; en seguida, dirigimos nuestra atención a lo que denominamos “reversiones la deuda” —o episodios durante los cuales algunos países lograron reducir la deuda externa de manera significativa en relación con el PNB—. Este último análisis muestra que los países con intolerancia a la deuda rara vez logran reducciones importantes en su carga de endeudamiento mediante el crecimiento sostenido o tasas de interés más bajas, sin que se dé algún tipo de “evento de crédito”. Además, el análisis muestra que tras un evento de crédito, si éste no se controla, los gobiernos de países de mercados emergentes con frecuencia acumulan deudas, de modo que los síntomas de la intolerancia a la deuda vuelven a presentarse, lo cual con frecuencia da por resultado una serie de suspensiones de pagos. Esta prueba revelará ciertas deficiencias críticas de los ejercicios estándar de sostenibilidad.

1. *Consecuencias de la intolerancia a la deuda para el análisis de la sostenibilidad de la deuda*

¿Cómo hacemos cuadrar las medidas de intolerancia a la deuda que hemos propuesto —y en términos más generales, la existencia de intolerancia a la deuda— con los enfoques estándar de evaluación de la sostenibilidad de la deuda según se dan en los sectores público y privado? Un análisis estándar de sostenibilidad de la deuda aplicado a la deuda externa de un país, se basa en una sencilla relación contable:

$$D(t+1) = [1 + r(t)]D(t) - TB(t) \quad (1)$$

en la que $D(t)$ es la deuda externa de un país en un momento t , TB , su superávit de la balanza comercial, y $r(t)$, la tasa de interés que el país paga sobre su deuda. Una sencilla manipulación produce la expresión para el estado estacionario:

$$TB/Y = (r + g)(D/Y) \quad (2)$$

en la que TB/Y es el cociente del superávit comercial en estado estacionario y la producción que se requiere para estabilizar el cociente de la deuda externa en D/Y , y g denota la tasa de crecimiento de la producción. (Un cálculo similar se aplica al cómputo de los caminos sostenibles para la deuda pública.) Se reconoce ampliamente que el análisis estándar de sostenibilidad

de la deuda tiende a ser demasiado optimista debido a que no considera suficientemente las conmociones del mundo real que enfrentan los países de mercados emergentes (por ejemplo, los choques de confianza, choques políticos, choques en los términos de intercambio) y se han hecho esfuerzos a fin de describir métodos para someter a una “prueba de esfuerzo” los cálculos de sostenibilidad.²⁹

Dichos esfuerzos son útiles, pero nuestro análisis de la intolerancia a la deuda sugiere que es decisivo considerar otros factores también. En primer lugar, esos análisis tendrán que reflejar que la tasa de interés que tiene que pagar un país sobre su deuda es una variable endógena que depende, entre otras cosas, del cociente deuda/producción (o deuda/exportaciones). Puesto que el componente de mercado de la tasa de interés puede incrementarse tajantemente con el monto de la deuda (la tasa que cobran los acreedores oficiales, por ejemplo las instituciones financieras internacionales, en general no varían), una trayectoria que parece ser marginalmente sostenible según los cálculos estándar — algo que no es, sin riesgo de caer en una exageración, una situación inusual — puede, en realidad, resultar mucho más problemática cuando se considera la intolerancia a la deuda. Es particularmente probable que este sea el caso, en situaciones en las que se proyecta que el cociente deuda/PNB de un país aumentará inicialmente por un periodo en el futuro, y que sólo después caerá de nuevo (también, una situación bastante común).

En segundo lugar, esos análisis tendrían que tomar en cuenta que la deuda inicial (ajustada con base en la producción o las exportaciones) tal vez ya exceda, o se aproxime a hacerlo, lo que la historia sugiere es la carga de endeudamiento que puede tolerar un país dado. Hay pocas probabilidades de que los análisis de sostenibilidad en los que la deuda inicial o el incremento inicial en D/Y lleve a un país del club B hasta una región de extrema intolerancia a la deuda (es decir, la región IV) sean significativos o útiles. Una vez que un país se encuentre en la región de “riesgo de suspensión de pagos” identificada en los modelos de deuda soberana (por ejemplo, los de Obstfeld, 1994; Velasco, 1996; Morris y Shin, 2001, y Jahjah y Montiel, 2003) y aproximada por nuestro análisis anterior, existe un riesgo tanto de tasas de interés más altas como de una pérdida repentina de acceso a la financiación del

²⁹ Véase en FMI (2002) un análisis reciente de estos enfoques. Como se dijo líneas arriba, a veces los enfoques se centran en la deuda pública en lugar de la deuda externa, pero las cuestiones que se plantean aquí son similares para ambos. Véase en Williamson (2002) y Goldstein (2003) las aplicaciones del marco estándar a la deuda pública de Brasil.

mercado. Además, como veremos líneas abajo, la probabilidad de que un “círculo virtuoso” de tasas de interés decrecientes y alto crecimiento lleve a la carga de endeudamiento de un país de vuelta a una región “segura” es, desafortunadamente, por lo común baja.

2. *Cómo identificar las reversiones de la deuda*

Para identificar episodios de reversiones grandes de la deuda para países de ingresos medianos y bajos durante el periodo 1970-2000, seleccionamos todos los episodios en los que el cociente deuda externa/PNB bajó 25 puntos porcentuales o más, dentro de cualquier periodo de tres años y luego constatamos si la disminución del cociente deuda/PNB fue por causa de una reducción en el numerador, un incremento en el denominador, o una combinación de ambos factores.³⁰ Para excluir los casos en que la disminución del cociente deuda/producción fue generada principalmente por cambios en el valor nominal del PNB en dólares, consideramos únicamente los episodios en que: i) la disminución del valor en dólares de la deuda externa fue de 10% o más durante el lapso de tres años, o ii) el crecimiento promedio en el periodo de tres años fue de 5% o más. Este método de dos etapas nos permite identificar las causas directas de la reversión de la deuda. Si es por causa de una disminución de la deuda, puede ser debido a un pago o algún tipo de reducción en el valor actual de la deuda (es decir, una reestructuración); de otra manera, si la disminución se debió al crecimiento, eso apunta a que el país salió de su deuda por medio del crecimiento. Realizamos el ejercicio para economías en desarrollo tanto de ingresos bajos como de ingresos medianos.

El algoritmo produjo un total de 53 episodios de reversión de la deuda para el periodo 1970-2000, 26 de los cuales corresponden a países de ingresos medianos y otros 27 a países de bajos ingresos.

3. *Los episodios de reversión de la deuda*

El cuadro 15 presenta una relación de los episodios de reversión de la deuda en países de mercados emergentes con ingresos medianos y poblaciones de al menos un millón de habitantes, separando los casos en que hubo un “even-

³⁰ Nuestros resultados fundamentales parecen ser razonablemente sólidos a nuestra elección de “ventanas” de una disminución de 25% y de tres años —sin embargo, se debe considerar el análisis de los países incluidos en el Plan Brady a continuación.

CUADRO 15. *Episodios de disminución de la deuda externa (1970-2000). Países de ingresos medianos con una población de al menos un millón de habitantes*

País	Inicio del episodio (año t)	Deuda/PNB (porcentaje)		Cambio acumulativo en la deuda total (mil millones de dólares)	Crecimiento real del PIB durante el episodio (porcentaje)	Causas principales de la disminución de la deuda (cociente deuda/PNB)	Deuda/PNB ^a (porcentaje)
		t	t - 3				
Suspensión de pagos-reestructuración de la deuda durante el episodio							
Rusia	1999	96	67	14.06	5.9	Reducción de la deuda; crecimiento de la producción	67
Egipto	1987	110	79	11.13	3.4	Reducción de la deuda	29
Irán	1993	42	16	6.80	3.1	Valor neto de las amortizaciones	8
Jordania	1991	249	129	1.84	6.9	Reducción de la deuda; crecimiento de la producción	99
Bulgaria	1992	116	81	1.58	6.3	Reducción de la deuda	86
Costa Rica	1987	111	69	0.97	4.3	Reducción de la deuda	31
Bolivia	1988	113	80	0.84	4.3	Reducción de la deuda	72
Chile	1985	142	88	0.80	5.7	Reducción de la deuda; crecimiento de la producción	54
Jamaica	1990	125	93	0.57	2.3	Reducción de la deuda	61
Paraguay	1987	69	39	0.42	4.9	Reducción de la deuda	41
Gabón	1978	70	32	0.38	8.0	Valor neto de las amortizaciones	94
Albania	1992	98	18	0.18	2.7	Reducción de la deuda; valoración del PIB	20
Panamá	1989	135	100	0.03	6.8	Crecimiento de la producción	75
Filipinas	1986	96	68	0.45	5.2	Crecimiento de la producción	63
Marruecos	1985	129	98	5.01	5.6	Crecimiento de la producción	55
Sin suspensión de pagos-reestructuración de la deuda durante el episodio							
Tailandia	1998	97	66	25.24	0.1	Valor neto de las amortizaciones	66
Corea	1985	52	20	11.42	9.7	Valor neto de las amortizaciones	30
Malasia	1986	83	44	5.60	6.4	Valor neto de las amortizaciones	51
Papúa Nueva Guinea	1992	93	56	1.28	8.7	Valor neto de las amortizaciones	71
Líbano	1990	51	17	0.43	9.1	Valor neto de las amortizaciones	59
Botsuana	1976	42	16	0.03	13.5	Valoración de la deuda; crecimiento de la producción	8
Suazilandia	1985	68	40	0.02	9.3	Crecimiento de la producción	17

FUENTES: *Tablas de Deuda* del Banco Mundial (varias ediciones), *Perspectivas para la economía mundial* del FMI, Standard & Poor's (2000), Beim y Calomiris (2001).
^a Estimaciones para fines de 2000.

to de crédito” de aquellos en que no lo hubo.³¹ Las primeras dos columnas incluyen el país y el año en que el episodio comenzó (año t); las siguientes dos columnas muestran el cociente deuda externa/PNB al inicio y al final del episodio ($t-3$); la quinta columna presenta el cambio acumulativo en la deuda (en dólares) durante el lapso de tres años y la sexta columna muestra el promedio del crecimiento real del PIB durante el episodio. La(s) razón(es) principal(es) por la(s) cual(es) el cociente deuda externa/PNB bajó en más de 25 puntos porcentuales y el cociente deuda/PNB en 2000 completa(n) el cuadro. Las cifras en cursivas de la última columna indican los casos en que el cociente deuda/PNB en 2000 fue superior al final del episodio de reversión ($t-3$). En cada parte del cuadro los episodios se presentan en orden descendente según el tamaño de la reducción nominal de la deuda (columna 5).

De los 22 casos de reversión de la deuda que se detectaron en países de mercados emergentes con ingresos medianos, 15 coincidieron con algún tipo de suspensión de pagos o reestructuración de las obligaciones de la deuda externa. En seis de los siete episodios que no coincidieron con ningún evento de crédito, la reversión de la deuda fue afectada por las amortizaciones netas de la deuda; el cociente de la deuda bajó en sólo uno de los episodios (Suazilandia, 1985), esto debido a que el país salió de sus deudas ¡gracias al crecimiento! El crecimiento fue el factor principal para explicar la disminución de los cocientes de la deuda en tres de los 15 casos de suspensión de pagos o reestructuración: Marruecos, Panamá y Filipinas. En términos generales, este ejercicio demuestra que característicamente los países no salen de su carga de endeudamiento por medio del crecimiento —otra razón más para dudar de los cálculos estándar de sostenibilidad demasiado optimistas para países con intolerancia a la deuda.

De los casos que tuvieron eventos de crédito, Rusia y Egipto obtuvieron (por mucho) la mayor reducción en la carga de deuda nominal en sus acuerdos de reestructuración de la deuda, es decir, de 14 mil millones y 11 mil millones de dólares, respectivamente. Dos países afectados por la crisis asiática (Tailandia y Corea) urdieron las amortizaciones más grandes entre los episodios en los que se evitó un evento de crédito.

En los episodios de reversiones grandes de la deuda que se muestran en el cuadro 15, brillan por su ausencia los famosos acuerdos de reestructuración del Plan Brady del decenio de los noventa. Aunque nuestro algoritmo iden-

³¹ Si se requiere, los autores pueden proporcionar un cuadro similar en el que se resumen las reversiones de la deuda de los países de ingresos bajos.

CUADRO 16. *La tribu desaparecida de los Brady*

<i>País, años del acuerdo Brady</i>	<i>Año t 1</i>		<i>Deuda cubierta por el acuerdo Brady (mil millones de dólares)</i>	<i>Tamaño de la reducción de la deuda (mil millones de dólares)</i>	<i>Año t 3</i>		<i>Más reciente^a</i>	
	<i>Deuda/ PNB (porcentaje)</i>	<i>Deuda externa total (mil millones de dólares)</i>			<i>Deuda/ PNB (porcentaje)</i>	<i>Deuda externa total (mil millones de dólares)</i>	<i>Deuda/ PNB (porcentaje)</i>	<i>Deuda externa total (mil millones de dólares)</i>
México, 1989	56.4	99.2	48.23	6.80	31.7	112.3	26.8	150.3
Costa Rica, 1989	105.9	4.5	1.46	0.99	47.1	3.9	30.5	4.5
Venezuela, 1990	77.5	32.4	19.70	1.92	64.4	37.5	32.0	38.2
Nigeria, 1991	130.7	33.4	5.81	3.39	155.3	33.1	92.9	34.1
Uruguay, 1991	49.3	4.4	1.61	0.63	31.6	5.1	42.3	8.2
Argentina, 1992	35.6	65.4	19.40	2.36	39.0	98.8	52.6	146.2
Brasil, 1992	30.4	121.0	40.60	4.97	23.2	160.5	41.8	238.0
Filipinas, 1992	71.1	32.5	4.47	1.26	49.7	37.8	63.1	50.1
Bulgaria, 1993	116.0	11.8	6.19	2.66	105.7	10.0	85.9	10.0
República Dominicana, 1993	54.7	4.6	0.78	0.45	34.4	4.3	24.7	4.6
Jordania, 1993	155.8	7.8	0.74	0.08	119.4	8.0	99.0	8.2
Ecuador, 1994	104.4	14.1	4.52	1.18	81.8	15.4	107.3	13.3
Polonia, 1994	53.3	45.2	9.99	4.85	28.3	40.4	40.5	63.6
Panamá, 1996	80.9	6.1	3.77	0.96	77.5	6.8	75.3	7.1
Perú, 1997	53.3	29.0	8.50	3.90	55.0	28.6	55.0	28.6
Costa de Marfil, 1998 ^b	158.1	15.6	6.90	4.40	140.9	12.1	140.9	12.1
Vietnam, 1998 ^b	78.9	21.8	0.92	0.41	40.8	12.8	40.8	12.8

FUENTE: FMI (1995) y estimaciones del FMI.

^a Estimaciones para fines de 2000.

^b Las estimaciones para año *t* 3 son las de 2000 (año *t* 2).

tifica a Bulgaria, Costa Rica, Jordania, Nigeria y Vietnam, países más grandes, como Brasil, México y Polonia, no aparecen en la categoría correspondiente a reversión de la deuda. A continuación se examinan las razones tras este aparente enigma.

4. *La tribu desaparecida de los Brady: Un episodio de reapalancamiento rápido*

El cuadro 16 traza la evolución de la deuda externa en los 17 países cuyas obligaciones externas se reestructuraron con la tutela de los acuerdos del Plan Brady introducidos por primera vez en México y Costa Rica a fines del decenio de los ochenta.³² Las primeras dos columnas incluyen el país y el año del acuerdo Brady, mientras que las siguientes dos columnas proporcionan información del cociente deuda externa/PNB y el monto de deuda externa en dólares un año previo a la reestructuración ($t - 1$). La cobertura del plan y el tamaño de la reducción de la deuda se presentan en las dos columnas subsiguientes. Como en el cuadro 15, también proporcionamos información del cociente deuda/PNB y la totalidad de la deuda externa tres años después del acuerdo ($t + 3$) en las siguientes dos columnas. Las últimas dos columnas muestran los valores de esas dos indicadores en 2000.

El cuadro 16 pone de manifiesto por qué nuestro algoritmo de reversión de la deuda no identificó a 12 de los 17 acuerdos Brady. En 10 de esos 12 casos la disminución del cociente deuda externa/PNB que produjeron las reestructuraciones del Plan Brady fue de menos de 25 puntos porcentuales. En efecto, el cociente deuda/PNB en Argentina y Perú tres años después del acuerdo Brady fue superior a lo que había sido ¡en el año anterior a la reestructuración! Además, en 2000 7 de los 17 países que habían efectuado una reestructuración Brady, tenían cocientes de deuda externa/PNB superiores a los de $t - 3$ (Argentina, Brasil, Ecuador, Filipinas, Perú, Polonia y Uruguay), y para fines de 2000 cuatro de estos países (Argentina, Brasil, Ecuador y Perú) tenían cocientes de deuda que estaban por encima de los que registraron antes del acuerdo Brady. En 2002 tres miembros de la tribu de los Brady habían vuelto a incurrir en suspensión de pagos de su deuda externa (Argentina, Costa de Marfil y Ecuador) y algunos otros estaban a punto de hacer lo mismo.

³² Véase los pormenores de las reestructuraciones del Plan Brady en el decenio de los noventa en Cline (1995) y FMI (1995). Véase un estudio del debate previo al Plan Brady en Williamson (1988).

El análisis de esta sección pone en evidencia que cuando se evalúan los programas de reestructuración de la deuda, para los países con un alto grado de intolerancia a la deuda, es crítico preguntar si se pueden tomar medidas para reducir la probabilidad de una repetición del problema en un futuro próximo.

IV. DEUDA INTERNA, DOLARIZACIÓN Y LIBERACIÓN

Hasta el momento nuestro análisis de la intolerancia a la deuda se ha enfocado en la totalidad de la deuda externa de un país. Esto obedece a un doble motivo. En primer lugar, hasta hace poco, la bibliografía teórica de la deuda pública en países de mercados emergentes se había centrado principalmente en la deuda externa en lugar de la totalidad de la deuda pública. Esta práctica común se basaba en la observación de que la capacidad que la mayoría de los gobiernos de los países de mercados emergentes tenían para recurrir a la colocación interna de deuda negociable para financiar sus déficits fiscales era bastante limitada. En segundo lugar, un punto clave de nuestro análisis empírico ha sido mostrar que las cargas de deuda externa que los países pueden, y han podido tolerar, están sistemáticamente relacionadas con su propio historial crediticio y trayectoria de inflación. Hemos investigado esta propuesta usando series de tiempo que se remontan a los años setenta, para el endeudamiento externo de los países. Desafortunadamente, no existen suficientes datos históricos para permitir que realicemos un análisis empírico comparable de la deuda pública interna.

No obstante, la deuda pública emitida internamente y basada en el mercado ha sido cada vez más importante para los gobiernos de países de mercados emergentes, tanto como fuente de financiación, como detonador de crisis financieras y de endeudamiento generalizado. La deuda emitida internamente en moneda extranjera fue fundamental en la crisis mexicana de diciembre de 1994 (los notorios Tesobonos). La deuda pública emitida internamente contribuyó al costoso colapso del régimen de convertibilidad de Argentina a fines de 2001 y a la difícil situación actual del pequeño Uruguay. Actualmente, la deuda pública emitida internamente representa la mayor parte de la deuda pública en Brasil y Turquía y a la larga determinará la suerte de los esfuerzos de esos países por lograr la estabilidad financiera.

Reconociendo este hecho, en esta sección analizamos algunas cuestiones conceptuales relacionadas con el papel de la deuda pública interna en países

de mercados emergentes; asimismo, documentamos y explicamos las manifestaciones relacionadas con la intolerancia a la deuda —por ejemplo, la dolarización interna— y ofrecemos algunas explicaciones del crecimiento rápido de la deuda pública interna en años recientes. El crecimiento de la deuda pública interna resulta ser un fenómeno generalizado en economías emergentes de ingresos medianos. Conjeturamos que para el futuro, los mismos factores históricos que explican la intolerancia a la deuda externa se extenderán a la intolerancia a la deuda interna, como lo será en el caso de las conclusiones a las que hemos llegado acerca de la poca frecuencia con que los países salen de sus altos endeudamientos por medio del crecimiento.

No existe una manera fácil de unir la deuda pública emitida internamente con la externa para evaluar las vulnerabilidades o la probabilidad de una crisis de la deuda, y existen diferentes enfoques en este sentido.³³ Sin duda alguna, el enfoque que afirma que la deuda externa es completamente separable de la deuda emitida internamente es del todo erróneo. Como un subproducto de la movilidad del capital y la integración financiera, los extranjeros tienen cantidades cada vez mayores de deuda emitida internamente por los gobiernos de países de mercados emergentes, y los residentes de los mercados emergentes tienen cada vez más instrumentos emitidos por los gobiernos de países avanzados. La integración financiera y las cuentas de capital abiertas fomentan un arbitraje activo a través de los dos mercados. En este tipo de contexto, una suspensión de pagos de la deuda pública interna fácilmente provoca una suspensión de pagos de la deuda externa, en primer lugar, por razones de reputación y, en segundo lugar, porque los efectos inducidos en la producción y el tipo de cambio fácilmente pueden afectar las posibilidades de amortizar las deudas externas, en gran parte, por la devastación que causa una suspensión de pagos de la deuda interna en el sistema bancario.

Dicho esto, es evidentemente erróneo suponer que las deudas emitidas interna y externamente sean sustitutos perfectos. En primer lugar, los extranjeros no tienen de manera característica una proporción grande de deuda emitida externamente, mientras que los residentes locales tampoco tienen la mayoría de la deuda emitida internamente. En segundo lugar, los riesgos de una eliminación de los créditos al comercio exterior, de los futuros préstamos internacionales, etc., son indiscutiblemente mayores en el caso de una

³³ El FMI (2002), por ejemplo, propone efectuar evaluaciones paralelas de la sostenibilidad de la deuda externa y pública (interna y externa).

suspensión de pagos de la deuda emitida en el exterior. Por tanto, el cálculo cuando existe una suspensión de pagos sencillamente no puede ser el mismo, y las dos clases de instrumentos de deuda, en general, no serán equivalentes. (La diferencia fundamental se refleja con claridad en que, a veces, los organismos calificadores dan una calificación significativamente superior de la deuda soberana emitida en el exterior que tiene un país que la que le dan a su deuda emitida internamente.)

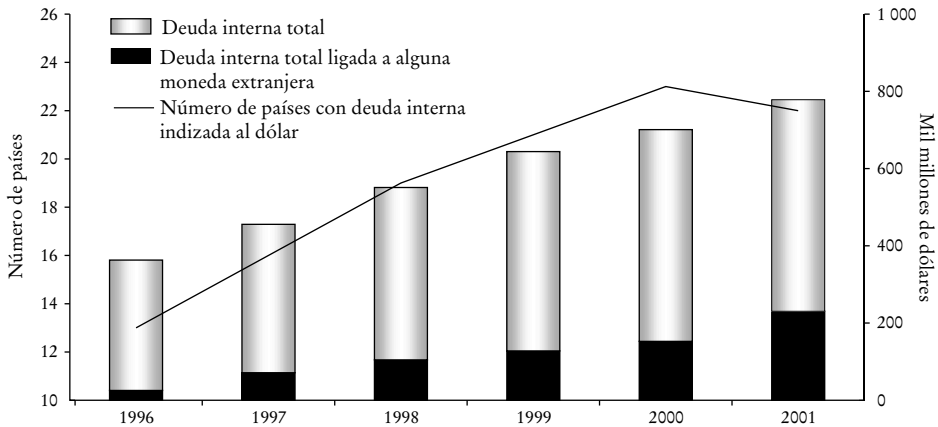
Dada la falta de claridad teórica en cuanto a la diferencia entre la deuda pública emitida en el exterior y la emitida internamente, nuestro objetivo en esta sección es presentar algunos hechos fundamentales y explorar si los síntomas de la intolerancia a la deuda parecen ser generalmente similares para ambos instrumentos; dejaremos para una futura investigación el trazar con mayor claridad las líneas que dividen la deuda interna y la externa en una economía global.

1. El crecimiento de la deuda pública interna: Nuevos datos

La gráfica 6 ilustra el rápido crecimiento de la deuda pública interna negociable en las economías emergentes a fines del decenio de los noventa.³⁴ Las barras blancas representan el equivalente en dólares de la deuda pública total y la porción oscura de las barras representa la cantidad de la deuda pública interna que está ligada al dólar. La línea continua indica el número de países de la muestra que se apoyaron en instrumentos de deuda que tenía alguna indización al dólar. Para fines de 2001, el monto de la deuda pública interna de los 23 países de la gráfica 6 ascendía a aproximadamente 800 mil millones de dólares. Más de 25% de ese monto consistió en deuda vinculada a alguna moneda extranjera, y gran parte del resto con frecuencia estaba indizada a alguna otra variable del mercado (por ejemplo, a fines de 2002, alrededor de 45% de la deuda pública interna de Brasil estaba ligada a la tasa de interés a un día). La fracción de la deuda pública interna no indizada a ninguna variable del mercado, es característicamente con vencimiento a muy corto plazo. En efecto, la financiación mediante bonos de largo plazo sobre instrumentos no indizados en moneda nacional aún es una opción tan elusiva para la mayoría de las economías de mercados emergentes hoy en día como lo era hace dos o tres decenios.

³⁴ Los 23 países que se usaron para construir esta cifra son: Kazajistán, México, Ucrania, Indonesia, Pakistán, Costa Rica, Rusia, Bulgaria, Paraguay, El Salvador, Ecuador, Chile, Perú, Bolivia, Egipto, Rumania, Líbano, Turquía, Uruguay, Argentina, Belarús, Brasil, Colombia y Guatemala.

GRÁFICA 6. *Países de mercados emergentes: Deuda pública interna (1996-2001)^a*



FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

^a La deuda interna en moneda nacional se convierte en dólares al tipo de cambio al final del periodo.

Las tendencias indicadas líneas arriba sugieren que la intolerancia a la deuda interna puede manifestarse de manera parecida a la intolerancia a la deuda externa. De hecho, como mostramos líneas abajo para la dolarización, muchas de las variables característicamente asociadas con la vulnerabilidad de la posición deudora de un país (por ejemplo, la estructura de vencimiento, la indización, etc.) son manifestaciones de la intolerancia a la deuda y pueden considerarse como asociadas con un grupo de factores comunes.

El repentino aumento en la deuda pública interna también es aparente en los países de mercados emergentes que formaron la muestra base de nuestro análisis de la intolerancia a la deuda externa. El cuadro 17 muestra que el monto de la deuda pública interna en este grupo de países ha aumentado marcadamente durante los pasados dos decenios. Este aumento ha sido en particular notorio en los países asiáticos —en los que no tienen trayectoria de morosidad, pero también en Filipinas—. Sin embargo, la deuda pública interna ha aumentado de manera significativa en algunos países de la América Latina, así como en Turquía.

En todos los países asiáticos, con la excepción de la India, la acumulación de la deuda pública interna se propulsó debido a la recapitalización de los sistemas financieros internos que los gobiernos elaboraron después de las crisis de 1997-1998. Las operaciones de rescate de sus sistemas financieros

CUADRO 17. *Totalidad de la deuda pública en los mercados emergentes: Decenios de los ochenta y noventa*

	Principios de los años ochenta ^a			Fines de los años noventa ^b		
	Deuda interna ^c	Deuda externa ^d	Deuda pública total	Deuda interna ^c	Deuda externa ^d	Deuda pública total
<i>Países con al menos una suspensión de pagos o reestructuración de la deuda externa desde 1824</i>						
Argentina	13.2	38.4	51.6	15.4	36.4	51.8
Brasil	15.9	31.4	47.3	35.8	18.5	54.3
Chile	10.8	45.9	56.7	27.3	8.8	36.1
Colombia	4.4	25.8	30.2	12.4	24.5	36.9
Filipinas	13.6	60.3	73.9	43.0	48.8	91.8
México	2.3	37.7	40.0	9.5	26.8	36.3
Turquía	12.9	28.8	41.7	24.4	36.5	60.9
Venezuela	11.6	38.5	50.1	7.4	32.6	40.0
Promedio	10.6	38.4	48.9	21.9	29.1	51.0
<i>Países sin trayectoria de morosidad en la deuda externa</i>						
Corea	9.4	41.9	51.3	41.6	21.1	62.7
India	7.1	12.3	19.4	64.9	20.6	85.5
Malasia	20.8	39.0	59.8	35.1	30.7	65.8
Tailandia	6.1	25.2	31.3	34.6	41.5	76.1
Promedio	10.9	29.6	40.5	44.1	28.5	72.5

FUENTES: *Manual de estadísticas de finanzas públicas, Tablas de deuda* del Banco Mundial. *Perspectivas para la economía mundial*, estimaciones del FMI y fuentes nacionales.

^a Promedio de 1980-1985, a excepción de los cocientes deuda interna/PIB de Argentina (1981-1986), Brasil (1981-1985), México (1982-1985) y Turquía (1981-1986).

^b Promedio de 1996-2000, a excepción del cociente deuda interna/PIB de Corea (1997-2000).

^c Deuda pública interna como proporción del PIB. Deuda pública general a principios de los años ochenta en todos los países, excepto Brasil, Chile, Colombia y México. El sector público no financiero a fines de los años noventa.

^d Deuda externa del sector público no financiero como proporción del PIB.

también contribuyeron al incremento de la deuda pública interna en México y Turquía. En los demás casos, incluyendo el de la India, la acumulación de la deuda pública interna ha sido primordialmente un reflejo del libertinaje fiscal. Para ser más precisos, como mostraremos líneas abajo, su incapacidad (o no disposición) para contrarrestar las pérdidas de ingresos que resultaron de las reformas comerciales y financieras y de la desinflación, mediante nuevos impuestos o una reducción en los gastos, invitaba a la desgracia.

Independientemente de sus orígenes, y no obstante los efectos positivos que la deuda pública puede representar para los mercados financieros locales, el incremento en la deuda pública interna en muchos mercados emergentes quizá deja en segundo plano el progreso que han logrado muchos países en contener su carga de deuda externa, lo cual suscita preguntas complejas en cuanto a su capacidad para superar la intolerancia perdurable a la deuda. Salvo en caso de que se dé una revisión relativamente rápida de sus sistemas tributario y jurídico y/o se hagan esfuerzos considerables a fin de reducir sus gastos, no parece razonable esperar que los gobiernos de todos estos países se abstengan de hacer, con sus deudas emitidas internamente, lo que tantos de ellos hicieron en el pasado con tanta frecuencia con sus obligaciones externas. De hecho, el cuadro 17 sugiere que una ola de reestructuraciones o suspensión rotunda de pagos de las deudas públicas internas se cierne sobre el horizonte para muchas economías de mercados emergentes en los albores del siglo XXI.

2. Otra manifestación de la intolerancia a la deuda:

La dolarización interna

La deuda externa de los países de mercados emergentes está, casi sin excepción, en moneda extranjera. Sin embargo, como se dijo en la sección anterior, los gobiernos de muchos mercados emergentes actuales también emiten deuda interna vinculada a alguna moneda extranjera. Existen aun más países, incluyendo muchos de los que han experimentado inflación muy alta o crónica, que tienen sistemas bancarios dolarizados. El cuadro 18 proporciona algunos indicadores sucintos del grado de dolarización interna de los países de mercados emergentes de nuestra muestra base para el periodo 1996-2001. La segunda y la tercera columnas muestran, respectivamente, la dolarización del sector bancario (determinada con base en la proporción de depósitos en moneda extranjera en el agregado monetario amplio) y la pro-

CUADRO 18. *Tipos de dolarización interna: Promedios del periodo (1996-2001)*

	<i>Relación entre los depósitos en moneda extranjera y el agregado monetario amplio</i>	<i>Proporción de la deuda interna en moneda extranjera</i>	<i>Índice compuesto de dolarización interna</i>
<i>Países con al menos una suspensión de pagos o reestructuración desde 1824</i>			
Argentina	52.5	81.8	15
Brasil	0.0	19.9	2
Chile	8.3	8.4	2
Colombia	0.0	6.7	1
Egipto	26.0	5.7	4
Filipinas	27.6	0.0	3
México	5.5	0.0	2
Turquía	45.9	21.9	8
Venezuela	0.1	0.0	1
Promedio del grupo	18.4	16.0	4.2
<i>Países en vías de desarrollo sin trayectoria de morosidad</i>			
Corea	0.0	0.0	0
India	0.0	0.0	0
Malasia	1.8	1.7	1
Singapur	0.0	0.0	0
Tailandia	0.8	0.0	0
Promedio del grupo	0.5	0.3	0.2

FUENTES: Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) y las fuentes citadas por ellos.

porción de la deuda pública interna en moneda extranjera como porcentaje de la totalidad de la deuda pública interna. La última columna muestra un índice compuesto de dolarización que adopta valores que oscilan de 0, cuando no existe dolarización interna alguna, hasta un valor máximo de 20, cuando el sistema financiero interno está muy dolarizado.³⁵

Aunque existe una considerable variación en el grado de dolarización interna entre los países con una trayectoria de morosidad, con Argentina (muy alto) y Colombia (muy bajo) en los extremos opuestos, es evidente que, en general, aquellos países con un historial crediticio poco constante, tienen un mayor grado de dolarización interna, sea cual sea la medida. Así, por ejemplo, según el índice compuesto, los países con una trayectoria de morosidad en la deuda externa tienen una dolarización cuatro veces mayor que los demás. Esto se debe, con toda probabilidad, al hecho de que, en ge-

³⁵ Véase en Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) los pormenores de la elaboración de este índice de dolarización.

neral, los países con intolerancia a la deuda tienden a ser los países que tienen una trayectoria de inflación alta (y con frecuencia incluso crónica).

El cuadro 19 presenta los resultados de las regresiones de corte transversal entre países que usan como variable dependiente el índice de dolarización interna que se muestra en el cuadro 18. Los regresores son los mismos que se usaron en la sección II para explicar la calificación de *Institutional Investor* (nuestra medida preferida del riesgo de un país), a saber: los históricos crediticios y de inflación de los países, así como los cocientes deuda/producción de los países.

Habida cuenta que la dolarización es una manera de indización, no es de sorprender que la trayectoria de inflación es la variable más importante en la explicación de la dolarización interna. El cociente deuda externa/PNB también es significativo con un coeficiente positivo. Aunque la interpretación del papel de la deuda externa es menos evidente, con justificación se podría conjeturar que cuando la carga de deuda externa es alta, hay más probabilidad de que los gobiernos recurran a la financiación inflacionaria de sus desequilibrios fiscales y, en el proceso, trunquen el desarrollo de un mercado para la deuda pública nominal en moneda nacional.³⁶

3. Liberación, estabilización y sus consecuencias para la deuda

Son muchos los factores que contribuyeron al incremento alarmante en la deuda pública interna que se presenta en el cuadro 17. Uno de los factores clave han sido los procesos de liberación de amplio alcance que empen-

CUADRO 19. *Explicación de la dolarización interna parcial:
El papel de la historia^a*

X_1	X_2	X_3	Número de observaciones	R^2 ajustado
0.08 (2.67)	0.05 (1.67)	0.04 (2.00)	62	0.31

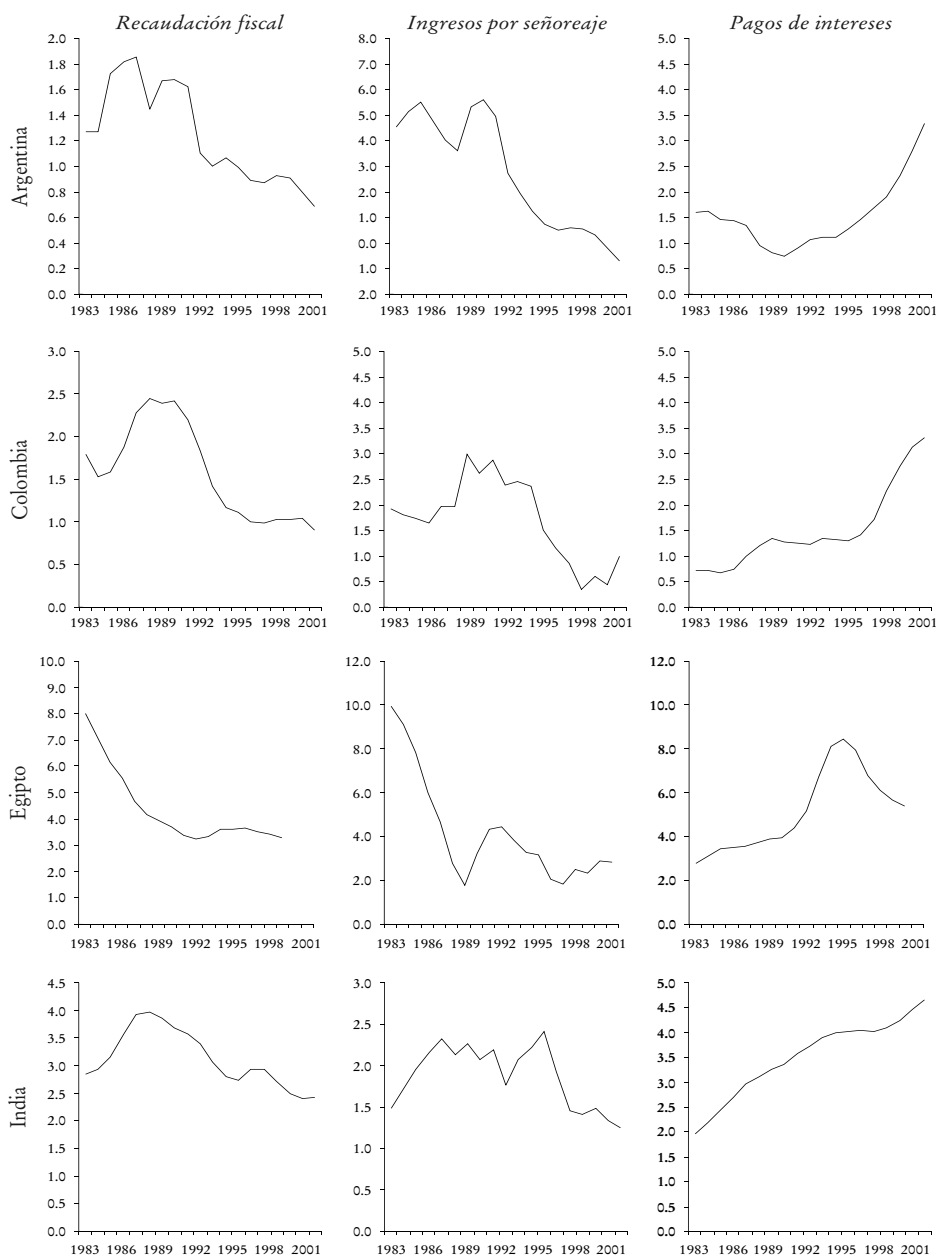
FUENTES: Beim y Calomiris (2001), *Institutional Investor*, Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Credit Week de Standard and Poor's y *Debt Cycles in the World Economy* (1992), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), así como cálculos de los autores.

^a La regresión es: $Y_i = \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + u_i$, en la que las X se definen a continuación, el subíndice i denota el país y u_i es un término de perturbación. X_1 porcentaje de periodos de 12 meses de inflación de 40% o más desde 1948; X_2 porcentaje de años en estado de suspensión de pagos o reestructuración desde 1824; X_3 deuda externa/PNB (promedio de 1970-2000); Y índice compuesto de dolarización (promedio de 1996-2001). Estadísticos t entre paréntesis.

³⁶ En realidad, este ha sido el caso en muchas de las economías muy dolarizadas.

GRÁFICA 7. *Impuestos evanescentes y los costos superiores de amortizar las deudas*

(Porcentaje del PIB, promedio variable de tres años)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales. Manual de estadísticas de finanzas públicas*.

CUADRO 20. *El lado oscuro de la desinflación y la liberación*

(Cambios promedio para el grupo como porcentaje del PIB)

	<i>Cambio de 1980-1985 a 1986-1990</i>	<i>Cambio de 1986-1990 a 1991-1995</i>	<i>Cambio de 1990-1995 a 1996-2000</i>	<i>Cambio acumulativo de 1980-1985 a 1996-2000</i>
<i>Países con al menos una suspensión de pagos o reestructuración desde 1824^a</i>				
Gastos del gobierno central	1.0	0.7	0.4	1.3
Pagos de intereses	3.4	1.1	0.5	1.8
Ingresos del gobierno central	2.9	1.7	0.0	1.2
Recaudación fiscal	2.0	1.0	0.5	0.5
Impuestos sobre actividades económicas	0.3	0.2	0.4	0.9
Déficit del gobierno central	2.4	2.3	0.5	0.6
Ingresos por señoreaje	0.8	0.3	1.2	2.3
<i>Países sin trayectoria de morosidad^b</i>				
Gastos del gobierno central	1.2	2.7	0.5	3.4
Pagos de intereses	0.8	1.2	0.6	1.0
Ingresos del gobierno central	0.7	0.5	0.5	1.7
Recaudación fiscal	1.2	0.8	0.7	1.1
Impuestos sobre actividades económicas	0.5	0.6	0.5	1.6
Déficit del gobierno central	1.8	3.2	0.0	5.0
Ingresos por señoreaje	0.5	0.3	0.8	0.0

FUENTE: Cuadro A4 del apéndice.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Egipto, Filipinas, México, Turquía y Venezuela.^b Corea, India, Malasia, Singapur y Tailandia.

dieron los mercados emergentes desde fines del decenio de los ochenta. La última columna del cuadro 20 muestra que la liberación del comercio trajo consigo pérdidas de ingresos para los mercados emergentes de nuestra muestra base. Se puede discernir una pauta similar en la gráfica 7. La parte izquierda traza el promedio variable de tres años de los impuestos sobre actividades económicas como porcentaje del PIB en cuatro países de la muestra base desde principios de los años ochenta hasta 2001. Las cifras muestran una reducción sostenida en la proporción de los ingresos derivados de los impuestos sobre actividades económicas en esos países durante ese periodo. En algunos casos, esta pérdida de ingresos fue contrarrestada por ingresos mayores de otras fuentes (por ejemplo, de los impuestos al valor agregado). Sin embargo, las estimaciones del cuadro 20 muestran que, para el grupo en conjunto, la totalidad de la recaudación fiscal como proporción del PIB también experimentó una reducción acumulativa durante los pasados dos decenios.

CUADRO 21. *Ingresos de la represión financiera: Principios de los años ochenta y fines de los noventa^a*

(Porcentaje del PIB)

	<i>Principios de los años ochenta^b</i>			<i>Fines de los años noventa^c</i>	
	<i>Medida 1</i>	<i>Medida 2</i>	<i>Medida 3</i>	<i>Medida 2</i>	<i>Medida 3</i>
<i>Países con al menos una suspensión de pago o reestructuración de la deuda externa desde 1824</i>					
Argentina	n.d.	0.0	2.1	0.6	1.6
Brasil	0.5	n.d.	n.d.	4.5	3.6
Chile	n.d.	0.4	1.6	1.7	1.7
Colombia	0.3	0.3	0.2	0.6	0.7
Filipinas	0.8	n.d.	n.d.	2.7	0.8
México	5.8	2.0	1.5	0.4	0.2
Turquía	2.7	n.d.	n.d.	0.4	0.5
<i>Países sin trayectoria de morosidad en la deuda externa</i>					
Tailandia	0.8	0.6	2.5	1.4	2.1
India	2.9	n.d.	n.d.	0.6	0.5
Corea	0.6	n.d.	n.d.	1.9	2.1
Malasia	1.0	n.d.	n.d.	0.7	2.3

^a La sigla n.d. significa no disponible. Medida 1: estimaciones de Giovannini y De Melo (1993). Recaudación fiscal calculada como la diferencia entre la tasa de interés externa y la interna efectiva multiplicada por el cociente de la deuda pública interna y el PIB. Medida 2: estimaciones de Easterly (1989). Recaudación fiscal calculada como el negativo de la tasa de interés interna multiplicado por el cociente de la deuda pública interna real en moneda nacional y el PIB. Medida 3: estimaciones de Easterly y Schmidt-Hebbel (1994). Recaudación fiscal calculada como la diferencia entre la tasa de interés real promedio de los países de la OCDE y la tasa de interés interna real multiplicada por el cociente de los depósitos bancarios en moneda nacional y el PIB.

^b Promedio de 1980-1985, a excepción de las estimaciones de la medida 1 para Brasil (1983-1987), Malasia (1979-1981) y México (1984-1987).

^c Promedio de 1996-2000; a excepción de Corea, Tailandia y Malasia —todos los promedios de 1997-2000.

La disminución de los impuestos sobre actividades comerciales no fue la única causa de la erosión de las fuentes normales de ingresos en los países de mercados emergentes. A raíz de la liberación financiera, los ingresos provenientes de la represión financiera también se desvanecieron, como se muestra en el cuadro 21. Los límites a las tasas de interés se eliminaron y los créditos bancarios al gobierno, a una tasa de interés subsidiada, dieron lugar a una deuda pública interna a altas tasas de interés fijadas por el mercado. Como presagió McKinnon a principios de los años noventa, en muchos de los casos el resultado fue un incremento significativo en lo que gastó el gobierno en intereses internos, una tendencia que se percibe claramente en la parte derecha de la gráfica 7 y en el cuadro 20 (para los países que tienen una

trayectoria de morosidad). Dicho sencillamente, una gran parte de la deuda que los gobiernos habían atiborrado sobre los intermediarios financieros a tasas de interés por debajo de las del mercado, de repente llegaron a formar parte de la carga de deuda de mercado de esos mismos gobiernos. Los síntomas de la intolerancia a la deuda aumentaron en consecuencia.

Además de las pérdidas de ingresos y los costos superiores de amortizar las deudas que se mencionaron líneas arriba, muchos de los países de mercados emergentes de la muestra base —en particular el grupo que tiene una trayectoria de morosidad— tradicionalmente se habían apoyado en los ingresos por señoreaje para financiar una fracción no trivial de sus déficits fiscales. En cuanto esos países lograron reducir la inflación a porcentajes históricamente bajos, los ingresos por señoreaje se hicieron menos importantes. Como se muestra en el cuadro 20, la disminución acumulativa fue de más 2% del PIB, y para algunos países (por ejemplo, Argentina y Egipto) la disminución fue incluso mayor. En general, para los gobiernos que no lograron conciliar sus gastos con las nuevas realidades, el resultado de la liberación y la estabilización de la inflación fue una mayor dependencia de la financiación mediante la deuda interna y/o externa.

V. REFLEXIONES RESPECTO A LAS POLÍTICAS PARA PAÍSES CON INTOLERANCIA A LA DEUDA

La triste realidad relatada en nuestro estudio es que una vez que un país llega a estar en un estado de morosidad recurrente, retiene una alta intolerancia a la deuda que resulta difícil de soltar. Los países pueden graduarse, y efectivamente lo hacen, pero el proceso no suele ser ni rápido ni fácil. Sin un apoyo político externo (por ejemplo, la Unión Europea o, esperemos, el TLC para México), la recuperación puede tardar decenios o incluso siglos. Ciertamente, las consecuencias son aleccionadoras para los ejercicios de sostenibilidad que hacen caso omiso de la intolerancia a la deuda, e incluso para los planes de reestructuración de la deuda que pretenden curar el problema de manera permanente simplemente por medio de una reducción única del valor nominal de la deuda de un país.

¿Cuán graves son las consecuencias de la intolerancia a la deuda? Los países que tienen estructuras internas endebladas que les hacen intolerantes a la deuda ¿están condenados a seguir una trayectoria de menor crecimiento y mayor volatilidad macroeconómica? En cierto nivel, la respuesta tiene que

ser afirmativa, pero el acceso restringido a los mercados de capitales internacionales se puede considerar más bien como un síntoma, en vez de una causa de la enfermedad.

Ciertamente, las deficiencias institucionales que hacen intolerante a un país constituyen el impedimento real. El problema fundamental tiene un triple cariz. En primer lugar, la bibliografía empírica moderna del crecimiento señala con cada vez más frecuencia a los factores “blandos”, por ejemplo las instituciones, la corrupción y la gobernabilidad, como mucho más importantes que las diferencias entre los cocientes capital/mano de obra en la explicación de las diferencias entre países en términos de ingresos *per capita*. Sencillamente uniformar los productos marginales del capital físico de los países (el *sine non quo* de la integración de los mercados de capitales en un mundo determinista) sólo uniforma los productos marginales del trabajo hasta un punto muy limitado.³⁷ En segundo lugar, existen métodos cuantitativos que, de manera similar, sugieren que los beneficios de compartir el riesgo que representa la integración de los mercados de capitales (es decir, en términos de reducir la volatilidad del consumo en lugar de aumentar el crecimiento del consumo) quizá sean también relativamente modestos. Asimismo, estos resultados pertenecen a un mundo idealizado, donde uno no tiene que preocuparse por la inestabilidad macroeconómica gratuita inducida por alguna política, una regulación deficiente de la banca nacional, la corrupción y (no menos importantemente) políticas que distorsionan las entradas de capital hacia la deuda a corto plazo.³⁸ En tercer lugar, hay pruebas que sugieren que los flujos de capital hacia mercados emergentes son marcadamente procíclicos y que posiblemente esto hace que las políticas macroeconómicas en estos países sean procíclicas también (por ejemplo, hacer más rigurosa la política fiscal y aumentar la tasa de interés cuando hay flujos de salida).³⁹ Se podría argumentar que un acceso limitado, pero estable, a los mercados de capitales puede mejorar el bienestar en comparación

³⁷ Véase un análisis más amplio en *Perspectivas para la economía mundial*, abril de 2003, capítulo 3, del FMI.

³⁸ Prasad, Rogoff, Wei y Kose (2003) descubren que durante los años noventa las economías que estaban *de facto* más o menos financieramente abiertas experimentaron, por lo general, un incremento en la volatilidad del consumo relativo a la volatilidad de la producción, a diferencia de la premisa que dice que la integración de los mercados de capitales distribuye el riesgo específico para la producción de un país dado. Prasad *et al* también argumentan que la evidencia empírica de corte transversal entre países de los efectos de la integración de los mercados de capitales en el crecimiento muestra, a lo sumo, únicamente efectos endebles, y se podría argumentar que no tiene efecto alguno.

³⁹ Véase en Kaminsky, Reinhart y Végh (2003) información sobre este tema.

con la pauta de grandes altibajos que vemos con tanta frecuencia. Así que la idea tan profundamente arraigada que afirma que la trayectoria de crecimiento de una economía de mercado emergente será obstaculizada por el acceso limitado a los mercados de deuda ya no es tan convincente como antes se creía.⁴⁰

La bibliografía académica antes mencionada en realidad no marca diferencias grandes entre los diferentes tipos de flujos de capital (deuda/equidad/IED, deuda a largo plazo en vez de a corto plazo, etc.). Los funcionarios prácticos que formulan las políticas, desde luego, con cierta justificación, están interesados en la manera exacta que toman los flujos entre países, aunque generalmente se opina que la inversión extranjera directa tiene propiedades preferibles a las que tiene la deuda. (La IED es menos volátil, con frecuencia está asociada con la transferencia de tecnología, etc.)⁴¹ En general, compartimos la opinión que la IED y la inversión en acciones son un poco menos problemáticas que la deuda, aunque se debe evitar exagerar el caso. En la práctica, los tres tipos de entradas de capital están frecuentemente interrelacionados (por ejemplo, las empresas extranjeras con frecuencia traerán efectivo a un país antes de realmente adquirir una planta). Además, los contratos de derivados suelen desdibujar las tres categorías, y puede resultar difícil aun para las autoridades estadísticas más diligentes separar con gran precisión los diferentes tipos de entradas de capital extranjero (sin señalar que, en caso de duda, algunos países preferirán etiquetar una inversión dada como IED a fin de hacer parecer menores las vulnerabilidades). Sin embargo, dadas estas precisiones, seguimos creyendo que los gobiernos de países avanzados pueden hacer más para desalentar la dependencia excesiva en la deuda riesgosa no indizada relativa a otros flujos de capital (Rogoff, 1999 y Bulow y Rogoff, 1990, argumentan que los sistemas jurídicos de países acreedores deberían modificarse de modo que dejen de dirigir los flujos de capital hacia la deuda).

Por último, se debe destacar que la deuda a corto plazo —característica identificada como la más problemática en términos de precipitación de las

⁴⁰ Véase una exploración extensa de la evidencia empírica de los efectos del crecimiento de la integración de los mercados de capital en Prasad, Rogoff, Wei y Kose (2003).

⁴¹ Por supuesto que no siempre fue así. Antes de 1980 muchos gobiernos consideraban la permisión de la IED como equivalente a hipotecar su futuro, y por tanto prefirieron las opciones de endeudamiento o el pleno dominio. Y por supuesto, donde la IED dominaba (por ejemplo, la inversión en recursos petroleros y naturales en los decenios de los cincuenta y sesenta), se incrementa la presión que hay para la nacionalización, por lo que la IED no debería considerarse una panacea para un pobre desempeño de crecimiento.

crisis de la deuda — ayuda a facilitar el comercio de bienes y es necesaria en cierta medida para permitir que los agentes particulares realicen estrategias de cobertura. Desde luego, uno se imaginaría que la mayoría de los beneficios esenciales de tener acceso a los mercados de capitales podrían disfrutarse con cocientes deuda/PNB relativamente modestos.

En general, la intolerancia a la deuda no tiene por qué resultar fatal para el crecimiento y la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, las pruebas presentadas aquí sugiere que para superar la intolerancia a la deuda, los encargados de formular las políticas necesitan estar preparados para mantener baja la deuda durante largos periodos, mientras realizan más reformas estructurales a fin de garantizar que el país pueda, con el tiempo, asimilar cargas de endeudamiento mayores sin experimentar intolerancia. Esto se aplica no sólo a la deuda externa sino también a la problemática tan moderna y cada vez mayor de la deuda pública interna. Los encargados de formular las políticas que enfrentan presiones tremendas a corto plazo, aún así, optarán por participar en préstamos de alto riesgo, y a cambio del precio correcto, el mercado así se los permitirá. Sin embargo, entender el problema fundamental debería, por lo menos, guiar a los ciudadanos de un país, sin señalar a las instituciones prestamistas internacionales y a la comunidad internacional en general, en sus propias decisiones.

Desde nuestro punto de vista, el desarrollo de una mejor comprensión de la morosidad recurrente con respecto a la deuda externa es esencial para permitir la elaboración de mejores políticas económicas internas e internacionales para la prevención y solución de crisis. La “intolerancia a la deuda” puede identificarse sistemáticamente por un número de variables más o menos reducido, sobre todo la trayectoria propia de morosidad y alta inflación que tiene un país. Los países con intolerancia a la deuda enfrentan umbrales sorprendentemente bajos en cuanto a los préstamos externos, más allá de los cuales los riesgos de tener que suspender los pagos o de incurrir en una reestructuración llegan a ser significativos. Con la reciente explosión de los préstamos internos, sobre la cual hemos presentado nuevos datos en este artículo, estos umbrales de la deuda externa ahora son evidentemente más bajos, aunque la pregunta en cuanto a la medida en que la deuda interna y la externa pueden unirse sigue sin respuesta. Urge tratar esta cuestión, en parte debido a que la rodean muchas preguntas que se relacionan con los rescates de la comunidad internacional. Nuestros resultados iniciales sugieren que es probable que los mismos factores que determinan la intolerancia a la deu-

da externa (sin destacar las otras manifestaciones de la intolerancia a la deuda, por ejemplo, la dolarización interna) repercutan fuertemente en la intolerancia a la deuda interna. Por último, mostramos que aunque a los países con intolerancia a la deuda les urge encontrar modos de llevar los cocientes deuda/PNB a terreno más seguro, no es algo fácil de hacer. Históricamente, los casos en que los países escapan a los altos cocientes deuda externa/PNB mediante el crecimiento rápido o pagos cuantiosos y prolongados, son por mucho la excepción. La mayoría de las grandes reducciones de la deuda externa entre los mercados emergentes se han logrado mediante la reestructuración o la suspensión de pagos. Viendo hacia el futuro, uno de los desafíos será encontrar maneras de canalizar el capital hacia países con intolerancia a la deuda en modos que no impliquen endeudamiento, para impedir que el ciclo se repita durante otro siglo.

APÉNDICE DE DATOS

1. *Muestra*

Para ilustrar la medida en que la intolerancia a la deuda hoy en día surge de los históricos crediticios de deuda externa propios de los países (debido a la correlación serial de las características, así como los factores asociados con la reputación), a lo largo del artículo usamos una muestra base que comprende tres grupos de países: países de mercados emergentes con trayectoria de morosidad o reestructuración de la deuda externa, países de mercados emergentes sin trayectoria de morosidad y países de economías avanzadas (que por lo general no tienen una trayectoria de morosidad, excepto durante tiempos de guerra, por ejemplo, Japón e Italia durante la segunda Guerra Mundial). Incluidos en el primer grupo están los países con una trayectoria de morosidad o reestructuración que conllevaba a condiciones concesionarias: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Egipto, Filipinas, México, Turquía y Venezuela. Los otros dos grupos comprenden países que no tienen una trayectoria de morosidad en la deuda externa ni reestructuración, pero hacemos una distinción de las economías en desarrollo de las avanzadas. La lógica tras esta distinción es que las economías de mercados emergentes con un historial crediticio intachable pertenecen a un “club de deudores” que no es el caso de sus contrapartes más avanzadas. Las economías de mercados emergentes sin una trayectoria de morosidad de la muestra base incluyen: Corea, India, Malasia, Singapur y Tailandia. La muestra base de países avanzados incluye: Australia, Canadá, Estados Unidos, Italia, Nueva Zelanda y Noruega.

2. Glosario de la deuda

Deuda externa. La totalidad de pasivos que tiene un país con acreedores extranjeros, tanto oficiales (públicos) como privados. Con frecuencia, los acreedores determinan todos los términos de los contratos de deuda, los cuales normalmente están sujetos a la jurisdicción de los acreedores extranjeros o al derecho internacional (para créditos multilaterales).

Deuda pública total (deuda gubernamental total). La totalidad de los pasivos que tiene un gobierno con acreedores nacionales y extranjeros. El “gobierno” normalmente comprende la administración central, los gobiernos regionales, los gobiernos federales y todas las demás entidades que toman préstamos con una garantía gubernamental explícita.

Deuda pública interna. Todos los pasivos de un gobierno que se emiten bajo la jurisdicción nacional y sujetos a ella, independientemente de la nacionalidad del acreedor. Los términos de los contratos de deuda pueden estar determinados por el mercado o fijarse unilateralmente por el gobierno.

Deuda pública interna en moneda extranjera. Los pasivos de un gobierno emitidos bajo la jurisdicción nacional que sin embargo están en (o están vinculados a) una moneda que no sea la moneda nacional.

CUADRO A1. *Fuentes de los datos*

<i>Series</i>	<i>Descripción y fuentes</i>	<i>Periodo muestra</i>
Calificaciones crediticias de países de <i>Institutional Investor</i>	<i>Institutional Investor</i> , varias ediciones	1979-2002
Precios de mercado secundario de la deuda	Salomon Brothers, Inc., ANZ Bank <i>Secondary Market Price Report</i>	1986-1992
El diferencial EMBI	JP Morgan Chase,	1992-2002
Deuda externa/PNB	Banco Mundial, <i>Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo</i>	1970-2000
Deuda externa/exportaciones	Banco Mundial, <i>Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo</i>	1970-2000
Pagos de intereses	Banco Mundial, <i>Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo</i>	1970-2000
Deuda pública general/PNB (países de la OCDE)	OCDE	1970-2002

CUADRO A1 (conclusión)

<i>Serie</i>	<i>Descripción y fuentes</i>	<i>Periodo de muestra</i>
Deuda pública general exportaciones (países de la OCDE)	OCDE	1970-2002
Deuda pública interna	Fondo Monetario Internacional, <i>Government Fiscal Statistics</i> ; estimaciones del personal del FMI	1980-1986 1996-2001
Probabilidad de inflación de más del 40 por ciento	Fondo Monetario Internacional, <i>Estadísticas financieras internacionales</i> y Reinhart y Rogoff (2002)	1958-2001
Probabilidad de estar en estado de suspensión de pagos o reestructuración	Beim y Calomiris (2001), <i>Credit Week</i> de Standard and Poor's y <i>Debt Cycles in the World Economy</i> (1992), Reinhart (2002) y cálculos de los autores	1824-1999
Índice de dolarización interna	Reinhart, Rogoff y Savastano (2003)	1980-200 (para parte de la muestra 1996-2001)
Relación entre los depósitos en moneda extranjera y el agregado monetario amplio	Fondo Monetario Internacional, <i>Estadísticas financieras internacionales</i> y varios bancos centrales	1980-200 (para parte de la muestra 1996-2001)
Proporción de la deuda interna en moneda extranjera	Estimaciones del personal del FMI	1996-2001
Gastos del gobierno central/ PIB	Fondo Monetario Internacional, <i>Government Fiscal Statistics</i>	1980-2000
Pagos de intereses/PNB	Banco Mundial, <i>Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo</i>	1970-2000
Ingresos del gobierno central/ PIB	Fondo Monetario Internacional, <i>Government Fiscal Statistics</i>	1980-2000
Recaudación fiscal/PIB	Fondo Monetario Internacional, <i>Government Fiscal Statistics</i>	1980-2000
Impuestos sobre actividades económicas/PIB	Fondo Monetario Internacional, <i>Government Fiscal Statistics</i>	1980-2000
Señoreaje/PNB	Fondo Monetario Internacional, <i>Estadísticas financieras internacionales</i>	1980-2000

CUADRO A2. *Definición de los promedios de 1979-2002
de los “clubes” de deudores*

<i>País</i>	<i>Calificación promedio de Institucional Investor</i>	<i>País</i>	<i>Calificación promedio de Institucional Investor</i>
<i>Club A: Calificaciones promedio de Institucional Investor de 67.7 en adelante</i>			
Estados Unidos	92.8	Finlandia	77.2
Japón	92.5	Dinamarca	76.9
Canadá	86.0	Italia	76.4
Noruega	84.3	España	73.8
Singapur	79.9	Irlanda	71.4
Suecia	79.7	Nueva Zelanda	70.7
Australia	77.3		
<i>Club B: 67.7 calificaciones de Institucional Investor 24.1</i>			
Hong Kong	68.0	Turquía	34.9
Malasia	63.5	Filipinas	34.7
Corea del Sur	63.4	Argentina	34.7
Portugal	63.3	Marruecos	34.6
Arabia Saudita	62.8	Jordania	34.0
Tailandia	55.7	Egipto	33.7
Grecia	54.5	Paraguay	32.7
República Checa	54.5	Panamá	32.5
Hungría	50.5	Polonia	32.2
Chile	47.5	Rumania	31.4
India	46.5	Kenia	29.2
Sudáfrica	46.8	Costa Rica	28.3
Indonesia	46.0	Sri Lanka	28.2
México	45.8	Ecuador	27.7
Colombia	44.6	Nigeria	26.0
Israel	42.8	Perú	25.9
Venezuela	41.5	Pakistán	25.7
Argelia	39.2	Suazilandia	25.4
Ghana	37.6	Zimbabue	24.9
Brasil	37.4	Nepal	24.5
Uruguay	37.1	Turquía	34.9
Papúa Nueva Guinea	35.5	Filipinas	34.7
<i>Club C: Calificaciones de Institucional Investor de 24.1 e inferiores</i>			
República Dominicana	22.7		
Jamaica	21.5		
Bolivia	19.0		
El Salvador	18.0		
Malí	16.6		
Tanzania	14.7		
Etiopía	11.5		

CUADRO A3. *Regresiones de panel: Mínimos cuadrados agrupados*)

(Únicamente países de mercados emergentes, 1979-2000)

<i>Variable</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Error estándar</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Prob.</i>
<i>Modelo de efectos fijos</i>				
Deuda/PNB	0.13	0.01	9.93	0.00
1980	1.59	1.78	0.90	0.37
1981	2.31	1.76	1.31	0.19
1982	5.17	1.77	2.92	0.00
1983	9.39	1.77	5.32	0.00
1984	12.60	1.77	7.11	0.00
1985	12.32	1.78	6.91	0.00
1986	11.91	1.79	6.65	0.00
1987	12.23	1.788	6.84	0.00
1988	12.74	1.78	7.15	0.00
1989	12.69	1.78	7.12	0.00
1990	13.17	1.77	7.46	0.00
1991	13.19	1.77	7.47	0.00
1992	13.48	1.74	7.76	0.00
1993	11.78	1.74	6.79	0.00
1994	9.97	1.72	5.79	0.00
1995	8.53	1.72	4.97	0.00
1996	7.85	1.71	4.58	0.00
1997	6.56	1.71	3.83	0.00
1998	5.94	1.72	3.45	0.00
1999	6.64	1.72	3.86	0.00
2000	4.26	1.72	2.48	0.01

Coefficientes de efectos fijos en orden descendente

Malasia	79.18	Jordania	56.38
Portugal	77.24	Panamá	51.82
Corea	76.19	Filipinas	51.06
Arabia Saudita	72.04	Brasil	50.26
Grecia	70.81	Uruguay	50.17
Tailandia	70.81	Argentina	49.89
República Checa	68.79	Turquía	48.47
Hungría	65.91	Costa Rica	45.04
Indonesia	64.78	Ghana	48.45
Chile	63.11	Ecuador	48.15
Israel	60.18	Nigeria	47.56
México	59.23	Kenia	47.52
Colombia	58.48	Paraguay	46.42
India	57.89	Sri Lanka	45.64
Venezuela	57.67	Perú	42.20
Sudáfrica	54.86	Rumania	41.68
Polonia	53.98	Pakistán	40.89
Marruecos	52.42	Zimbabue	40.32
Egipto	51.95		

CUADRO A3 (conclusión)^a
(Todos los países únicamente, 1979-2000)

Variable	Coficiente	Error estándar	Estadístico t	Prob.
Modelo de efectos fijos				
Deuda/PNB	0.00	0.03	0.20	0.85
Deuda/PNB, no miembro del Club A	0.10	0.01	8.79	0.00
1980	1.76	1.51	1.17	0.24
1981	3.10	1.49	2.08	0.04
1982	5.96	1.49	3.99	0.00
1983	10.10	1.48	6.81	0.00
1984	12.77	1.48	8.64	0.00
1985	12.60	1.48	8.49	0.00
1986	12.16	1.49	8.16	0.00
1987	12.59	1.49	8.47	0.00
1988	13.02	1.48	8.77	0.00
1989	12.91	1.48	8.74	0.00
1990	12.98	1.47	8.83	0.00
1991	13.08	1.47	8.92	0.00
1992	13.10	1.46	9.00	0.00
1993	11.60	1.46	7.95	0.00
1994	9.76	1.46	6.71	0.00
1995	8.47	1.45	5.83	0.00
1996	7.70	1.45	5.31	0.00
1997	6.41	1.44	4.46	0.00
1998	5.72	1.44	3.96	0.00
1999	5.92	1.44	4.10	0.00
2000	3.32	1.44	2.30	0.02
Coficientes de efectos fijos en orden descendente				
Japón	101.70	Polonia		52.26
Estados Unidos	101.50	Israel		50.26
Canadá	94.32	Marruecos		50.11
Noruega	92.29	Egipto		49.50
Singapur	90.87	Brasil		49.26
Dinamarca	87.48	Filipinas		49.15
Finlandia	86.61	Panamá		49.11
Italia	84.16	Uruguay		48.97
Australia	80.68	Argentina		48.56
Irlanda	79.56	Turquía		47.36
Malasia	77.74	Ecuador		45.61
Corea	75.31	Ghana		45.41
Arabia Saudita	72.07	Kenia		45.49
Portugal	70.16	Paraguay		45.37
Tailandia	69.49	Nigeria		44.78
República Checa	67.42	Sri Lanka		43.78
Hungría	64.11	Costa Rica		42.86
Indonesia	62.98	Rumania		41.06
Grecia	61.32	Perú		40.25
Chile	61.18	Pakistán		39.56
México	57.94	Zimbabue		39.05
Colombia	57.44	Jamaica		38.72
India	57.29	Tanzania		37.83
Venezuela	56.17	Bolivia		36.32
Sudáfrica	53.99	Dominicana		34.12
Jordania	53.15	El Salvador		28.6

^a Variable dependiente: Calificación de *Institutional Investor*.

CUADRO A4. *Variables fiscales seleccionadas de países que incurrieron en suspensión de pagos y los que no (1980-2000)*

(Porcentaje del PIB)

	<i>Cambio de 1980-1985 a 1986-1990</i>	<i>Cambio de 1986-1990 a 1991-1995</i>	<i>Cambio de 1990-1995 a 1996-2000</i>	<i>Cambio acumulativo de 1980-1985 a 1996-2000</i>
<i>A. Países con trayectoria de morosidad</i>				
<i>Argentina</i>				
Gastos del gobierno central	n.d	n.d	0.5	0.5
Pagos de interés	0.5	0.3	1.2	1.1
Ingresos del gobierno central	0.2	3.1	6.7	9.7
Recaudación fiscal	1.2	0.4	0.9	2.5
Impuestos sobre actividades económicas	0.4	0.7	0.1	0.4
Déficit del gobierno central	n.d	n.d	6.2	6.2
Ingresos por señoreaje	0.3	3.4	1.1	4.7
<i>Brasil</i>				
Gastos del gobierno central	9.7	0.4	6.6	2.7
Pagos de interés	12.7	3.8	8.5	0.4
Ingresos del gobierno central	1.4	2.1	4.0	0.6
Recaudación fiscal	0.9	0.6	1.6	1.3
Impuestos sobre actividades económicas	0.3	0.1	0.2	0.2
Déficit del gobierno central	8.3	2.4	2.6	3.3
Ingresos por señoreaje	4.1	1.0	6.7	1.6
<i>Chile</i>				
Gastos del gobierno central	7.5	2.8	0.1	10.4
Pagos de interés	0.9	0.6	0.8	0.6
Ingresos del gobierno central	6.3	0.9	1.3	8.5
Recaudación fiscal	5.1	0.5	1.2	5.7
Impuestos sobre actividades económicas	0.3	0.1	0.5	0.3
Déficit del gobierno central	1.2	2.0	1.2	2.0
Ingresos por señoreaje	0.4	0.1	0.7	0.3
<i>Colombia</i>				
Gastos del gobierno central	n.d	n.d	4.3	4.3
Pagos de interés	0.6	0.1	1.2	1.9
Ingresos del gobierno central	n.d	n.d	1.3	1.3
Recaudación fiscal	1.7	1.8	0.8	2.7
Impuestos sobre actividades económicas	0.6	1.2	0.3	0.8
Déficit del gobierno central	n.d	n.d	3.0	3.0
Ingresos por señoreaje	0.5	0.5	1.3	1.3
<i>Egipto</i>				
Gastos del gobierno central	10.3	1.4	5.9	14.8
Pagos de interés	0.6	3.6	1.3	2.9
Ingresos del gobierno central	10.7	5.2	8.2	13.7
Recaudación fiscal	7.2	3.2	0.8	4.8
Impuestos sobre actividades económicas	3.4	0.4	0.0	3.9
Déficit del gobierno central	0.4	3.8	2.3	1.1
Ingresos por señoreaje	6.1	0.0	0.9	7.1

CUADRO A4 (continuación)

	<i>Cambio de 1980-1985 a 1986-1990</i>	<i>Cambio de 1986-1990 a 1991-1995</i>	<i>Cambio de 1990-1995 a 1996-2000</i>	<i>Cambio acumulativo de 1980-1985 a 1996-2000</i>
<i>Filipinas</i>				
Gastos del gobierno central	4.4	2.1	0.5	6.9
Pagos de interés	3.9	0.3	1.5	2.2
Ingresos del gobierno central	2.7	3.4	0.9	5.1
Recaudación fiscal	1.5	3.2	0.0	4.7
Impuestos sobre actividades económicas	0.3	1.6	1.5	0.4
Déficit del gobierno central	1.7	1.3	1.4	1.8
Ingresos por señoreaje	1.7	0.4	0.3	1.7
<i>México</i>				
Gastos del gobierno central	1.9	9.5	0.2	7.7
Pagos de interés	7.9	10.5	0.8	3.4
Ingresos del gobierno central	0.4	0.6	1.5	1.7
Recaudación fiscal	0.1	1.1	0.6	1.6
Impuestos sobre actividades económicas	0.0	0.2	0.4	0.2
Déficit del gobierno central	1.5	8.9	1.3	6.1
Ingresos por señoreaje	3.8	1.2	0.2	4.7
<i>Turquía</i>				
Gastos del gobierno central	n.d	5.1	10.9	15.9
Pagos de interés	n.d	0.4	7.4	7.9
Ingresos del gobierno central	n.d	3.2	6.5	9.7
Recaudación fiscal	n.d	1.9	6.0	7.9
Impuestos sobre actividades económicas	n.d	0.2	0.3	0.5
Déficit del gobierno central	n.d	1.9	4.3	6.3
Ingresos por señoreaje	0.4	0.4	0.3	0.4
<i>Venezuela</i>				
Gastos del gobierno central	4.2	1.1	0.6	4.6
Pagos de interés	1.0	0.8	1.1	0.7
Ingresos del gobierno central	7.8	1.8	1.1	8.5
Recaudación fiscal	7.4	1.4	0.4	9.1
Impuestos sobre actividades económicas	0.6	0.8	0.2	1.6
Déficit del gobierno central	3.6	0.6	0.5	3.8
Ingresos por señoreaje	0.3	1.1	0.2	0.5
<i>B. Países sin trayectoria de morosidad</i>				
<i>Corea</i>				
Gastos del gobierno central	1.5	0.9	0.9	0.3
Pagos de interés	0.3	0.3	0.1	0.7
Ingresos del gobierno central	0.6	1.0	2.0	2.4
Recaudación fiscal	0.5	0.1	0.7	0.0
Impuestos sobre actividades económica	0.2	1.1	0.0	1.3
Déficit del gobierno central	0.9	0.1	1.1	2.0
Ingresos por señoreaje	1.3	0.4	1.2	0.3

CUADRO A4 (conclusión)

	<i>Cambio de 1980-1985 a 1986-1990</i>	<i>Cambio de 1986-1990 a 1991-1995</i>	<i>Cambio de 1990-1995 a 1996-2000</i>	<i>Cambio acumulativo de 1980-1985 a 1996-2000</i>
<i>India</i>				
Gastos del gobierno central	2.8	1.4	0.2	1.2
Pagos de interés	1.1	0.7	0.3	2.2
Ingresos del gobierno central	1.1	0.9	0.5	0.3
Recaudación fiscal	0.6	1.3	0.5	1.1
Impuestos sobre actividades económicas	0.9	0.9	0.4	0.4
Déficit del gobierno central	1.7	0.5	0.4	1.5
Ingresos por señoreaje	0.3	0.0	0.8	0.4
<i>Malasia</i>				
Gastos del gobierno central	6.8	5.4	2.8	15.0
Pagos de interés	2.2	2.6	1.7	2.1
Ingresos del gobierno central	2.3	0.3	3.3	5.2
Recaudación fiscal	4.0	1.7	0.8	3.1
Impuestos sobre actividades económicas	2.4	0.7	0.9	4.0
Déficit del gobierno central	4.6	5.7	0.5	9.8
Ingresos por señoreaje	0.5	1.8	0.8	1.6
<i>Singapur</i>				
Gastos del gobierno central	2.6	7.7	2.2	2.9
Pagos de interés	0.6	2.2	1.2	2.8
Ingresos del gobierno central	3.1	0.4	6.3	9.8
Recaudación fiscal	3.6	2.1	1.2	2.8
Impuestos sobre actividades económicas	0.7	0.3	0.1	1.1
Déficit del gobierno central	0.4	8.2	4.0	12.7
Ingresos por señoreaje	0.0	0.3	1.0	1.3
<i>Tailandia</i>				
Gastos del gobierno central	3.0	0.2	2.4	0.3
Pagos de interés	0.4	1.7	0.3	1.6
Ingresos del gobierno central	1.9	1.7	1.9	1.7
Recaudación fiscal	1.6	1.7	1.5	1.7
Impuestos sobre actividades económicas	0.2	0.3	1.3	1.4
Déficit del gobierno central	4.9	1.5	4.3	2.1
Ingresos por señoreaje	0.5	0.1	0.1	0.5

FUENTE. Cálculos de los autores basados en datos del *Manual de estadísticas de finanzas públicas y Estadísticas financieras internacionales del FMI*.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Interamericano de Desarrollo (2008), *All That Glitters May Not Be Gold: Assessing Latin America's Recent Macroeconomic Performance*, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo, marzo.
- Beers, David T., y Ashok Bhatia (1999), "Sovereign Defaults: History", *Standard and Poor's Credit Week*, 22 de diciembre.
- Beim, David O., y Charles W. Calomiris (2001), *Emerging Financial Markets*, Nueva York, McGraw-Hill/Irwin.
- Bosher, J. F. (1970), *French Finances 177-1795*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Bouchard, L. (1891), *Système financier de l'ancien régime*, París, Guillaumin.
- Bulow, Jeremy, y Kenneth Rogoff (1989), "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?", *American Economic Review* 79, marzo, pp. 43-50.
- , y — (1990), "Cleaning Up Third-World Debt Without Getting Taken To the Cleaners", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, invierno, pp. 31-42.
- Cline, William (1995), *International Debt Reexamined*, Washington, Instituto de Economía Internacional.
- Cottarelli, Carlo (2009), "Paying the Piper", *Finance and Development*, Washington, Fondo Monetario Internacional, marzo.
- Díaz-Alejandro, Carlos (1983), "Stories of the 1930s for the 1980s", Aspe *et al* (comps.), *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries*, Chicago, The University of Chicago Press para la NBER.
- (1984), "Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, pp. 335-403.
- Easterly, William R. (1989), "Fiscal Adjustment and Deficit Financing During the Debt Crisis", Husain y Diwan (comps.), *Dealing with the Debt Crisis*, Washington, Banco Mundial.
- , y Klaus Schmidt-Hebbel (1994), "Fiscal Adjustment and Macroeconomic Performance", Easterly *et al* (comps.), *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, Oxford University Press para el Banco Mundial.
- (2001), *The Elusive Quest for Growth*, Cambridge, MIT Press.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza (2002), "Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption", Berkeley, Universidad de California, mimeografiado.
- Fondo Monetario Internacional (1995), *Private Market Financing for Developing Countries*, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- (2002), "Assessing Sustainability" (disponible en: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm>).

- Giovannini, Alberto, y Martha de Melo (1993), "Government Revenue from Financial Repression", *American Economic Review*, vol. 83, núm. 4, pp. 953-963.
- Goldstein, Morris (2003), "Debt Sustainability, Brazil, and the IMF", Working Paper WP03-1, Institute for International Economics.
- Ilzetzki, Mendoza y Végh (2009), "How Big (Small) are Fiscal Multipliers?", Universidad de Maryland College Park, mimeografiado.
- Instituto de Finanzas Internacionales (2009), *Global Economic Monitor*, Washington, Instituto de Finanzas Internacionales, enero.
- Jahjah, Samir, y Peter Montiel (2003), "Exchange Rate Policy and Debt Crises in Emerging Economies", IMF Working Paper 03/60, marzo.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart y Carlos A. Végh (2004), "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Policies", Mark Gertler y Kenneth S. Rogoff (comps.), *NBER Macroeconomics Annual 2004*, Cambridge, MIT Press.
- McKinnon, Ronald (1991), *The Order of Economic Liberalization*, Baltimore, Johns Hopkins University Press.
- Morris, Stephen, y Hyun Song Shin (2001), "Coordination Risk and the Price of Debt", *European Economic Review*.
- Obstfeld, Maurice (1994), "The Logic of Currency Crises", *Cahiers Économiques et Monétaires*, 43.
- , y Kenneth S. Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge, MIT Press.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y Ayhan Kose (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", IMF Occasional Paper.
- , y Sorkin (2009), "Assessing the G-20 Economic Stimulus Plans: A Deeper Look", Washington, Brookings Institution, marzo, mimeografiado.
- Reinhart, Carmen M. (2002), "Credit Ratings, Default, and Financial Crises? Evidence from Emerging Markets", *World Bank Economic Review*, vol. 16, núm. 2, pp. 151-170.
- , y Vincent R. Reinhart (2003), "The Twin Fallacies About Exchange Rate Policy in Emerging Markets", Working Paper de la NBER 9670, abril.
- , y — (2008), "Capital Inflows and Reserve Accumulation: The Recent Evidence", NBER Working Paper 13842, marzo.
- , y Kenneth S. Rogoff (2002), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements a Reinterpretation", NBER Working Paper 8963, mayo.
- , y — (2008), "The Forgotten History of Domestic Debt", NBER Working Paper 13946, abril.
- , y — (2009), *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.

- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano (2003), "Addicted to Dollars", mimeografiado.
- Reissen, Helmut (1989), "Public Debt: North and South", Husain y Diwan (comps.), *Dealing with the Debt Crisis*, Washington, Banco Mundial.
- Rogoff, Kenneth S. (1999), "International Institutions for Reducing Global Financial Stability", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, núm. 4, pp. 21-42.
- Sims, Christopher (2001), "Fiscal Consequences for Mexico of Adopting the Dollar", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol 33, núm. 2, parte 2, pp. 597-616.
- Velasco, Andrés (1996), "Fixed Exchange Rates: Credibility, Flexibility and Multiplicity", *European Economic Review* 40, pp. 1023-1035.
- Vives, Jaime (1969), *An Economic History of Spain*, Princenton, Princenton University Press.
- Williamson, John (1988), *Voluntary Approaches to Debt Relief*, Policy Analysis in International Economics 25, Washington, Institute for International Economics.
- (2002), "Is Brazil Next?", International Economics Policy Briefs PB 02-7, Washington, Institute for International Economics.
- Winkler, Max (1993), *Foreign Bonds: An Autopsy*, Filadelfia, Roland Swain Company.
- Wynne, William (1951), *State Insolvency and Forcing Bondholders*, vol. II, New Haven, Yale University Press.