

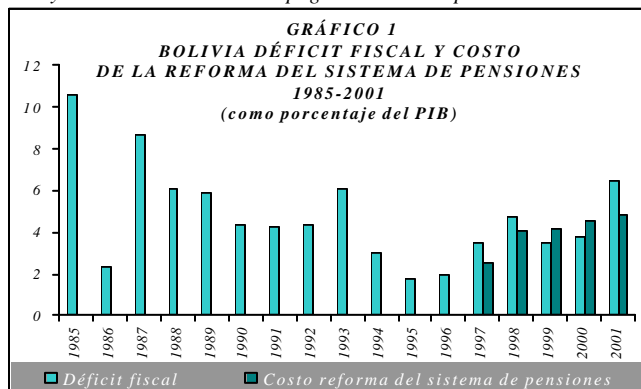
LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO

La deuda pública del país, pese a los importantes procesos de ajuste fiscal realizados desde mediados de los '80 y al reciente acceso a los beneficios de la iniciativa para países pobres altamente endeudados (HIPC, sigla en inglés), ha venido incrementándose en años recientes. En particular, el crecimiento de la deuda interna ha sido significativo.

Análogamente al caso de las familias y empresas, el endeudamiento público resulta del desequilibrio entre gastos realizados e ingresos generados por el sector público. El Gráfico 1 muestra la trayectoria del déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) como proporción del Producto Interno Bruto (PIB) en el período 1985-2001. Dos períodos caracterizan esta trayectoria. En el primero—1985 a 1996—tuvo lugar una apreciable y casi sistemática reducción del saldo deficitario del sector público, gracias al saneamiento de las finanzas públicas—muy traumático a inicios del período— y a la reforma tributaria de 1986, que tuvo efecto favorable sobre los ingresos fiscales desde ese año. Es de notar, sin embargo, que el déficit fiscal de 1987 fue muy alto, saliéndose de la tendencia de decrecimiento.

Para analizar la sostenibilidad de deuda es importante el concepto de superávit/déficit primario—diferencia entre ingresos y gastos fiscales, excluyendo de estos últimos el pago de intereses por deuda—.

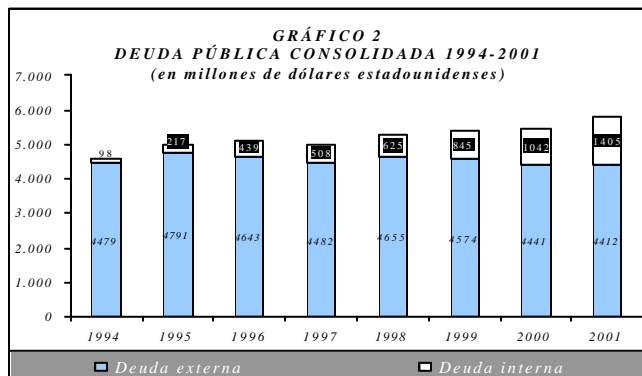


Fuente: BCB y UPF.

Elaboración: BCB-Asesoría de Política Económica.

El segundo período—1997 al presente—se caracteriza por una trayectoria creciente del déficit del SPNF. Cabe resaltar que desde 1997, el déficit del sector público se explica por el costo fiscal de la reforma del sistema de pensiones. Este costo surge del pago de rentas a los trabajadores pasivos del anterior régimen de reparto simple, o

del reconocimiento de aportes realizados al mismo. Bajo el actual régimen de pensiones, los trabajadores activos aportan para su jubilación a sus propias cuentas individuales en las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y ya no al Estado, como se hacía bajo el anterior sistema. El volumen de rentas de jubilación que debe cubrirse en esta transición de sistemas es elevado. Entre 1997 y 2001 representó, en promedio, 4% del PIB, constituyendo la mayor parte del déficit fiscal. Al margen de su origen, el déficit del sector público, incluyendo el costo de pensiones, debe ser financiado en su totalidad.



Fuente: BCB y UPF.

Elaboración: BCB-Asesoría de Política Económica.

El Gráfico 2 presenta la evolución más reciente del endeudamiento del sector público consolidado.¹ Se puede apreciar que, en años recientes, la deuda del sector público fue creciendo, sobre todo por el aumento del endeudamiento interno, cuya evolución contrasta con la tendencia estable o aún decreciente del saldo nominal de la deuda externa.

El Cuadro 1 presenta información más detallada de la deuda total del sector público consolidado. El endeudamiento externo del SPNF muestra cierta estabilidad entre 1995 y 2001, mientras que el del SPF muestra clara tendencia a la reducción. La situación del endeudamiento interno es diferente, pues sus saldos se han incrementado de manera sustancial, particularmente la deuda contraída por el SPNF con el sector privado y con las AFP. Esto a pesar que este tipo de endeudamiento es más costoso que el endeudamiento externo. La deuda del Banco Central de Bolivia (BCB), con pocas variaciones desde 1996, corresponde principalmente a la emisión de títulos públicos con fines de regulación monetaria y para las inversiones del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (RAL) en moneda nacional. Incorpora también obligaciones con bancos y con el público emergentes del cierre de algunas entidades bancarias.

CUADRO 1 **ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO 1994-2001**
(en millones de dólares estadounidenses)

AÑO	DEUDA EXTERNA			DEUDA INTERNA				TOTAL DEUDA PÚBLICA	
	SPNF ¹	SPF ²	TOTAL	SPNF		BCB	TOTAL		
				AFP	SECTOR PRIVADO				
1994	3.487,7	991,3	4.479,0	0,0	97,5	97,5	0,0	97,5	4.576,5
1995	3.847,7	943,1	4.790,8	0,0	153,3	153,3	63,7	217,0	5.007,8
1996	3.738,8	903,7	4.642,5	0,0	246,3	246,3	192,5	438,8	5.081,3
1997	3.633,2	848,8	4.482,0	72,5	282,8	355,3	153,1	508,4	4.990,4
1998	3.842,2	812,4	4.654,6	217,0	218,8	435,8	189,1	624,9	5.279,5
1999	3.817,8	756,0	4.573,8	374,5	233,2	607,7	236,9	844,6	5.418,4
2000	3.747,4	693,1	4.440,5	517,0	363,0	880,0	161,8	1.041,8	5.482,3
2001	3.846,6	565,3	4.411,9	654,0	606,4	1.260,4	144,6	1.405,0	5.816,9

Fuentes: Banco Central de Bolivia y Unidad de Programación Fiscal.

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica.

EL HIPC Y LOS ALIVIOS ADICIONALES DE DEUDA EXTERNA

En septiembre de 1996, el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) decidieron aplicar una iniciativa para que los países pobres altamente endeudados pudieran hallar una salida a sus problemas de endeudamiento. Así nació la iniciativa HIPC I que significó un avance importante en el tratamiento de la deuda externa de esos países. A fines de 1999 fue necesario modificar dicha iniciativa

para que los países beneficiarios lograran alivio de deuda más profundo, amplio y rápido. Así, se originó la iniciativa HIPC II.

La aplicación completa de los mecanismos establecidos en el contexto de la iniciativa HIPC (original y ampliada), permitirá que la deuda externa pública de mediano y largo plazo se sitúe en niveles bastante inferiores a los prevalecientes antes del HIPC, en términos de valor presente neto (VPN), tal como ilustra el Cuadro 2.

El alivio comprometido por la comunidad internacional en el contexto del Highly Indebted Poor Countries —países pobres altamente endeudados— (HIPC) original, incluyendo la participación excepcional de Japón, alcanzó a \$us535 millones en VPN a fines de 2001. El alivio que se recibirá en el contexto de la iniciativa HIPC II representa, a la misma fecha, \$us866 millones en VPN.²

CUADRO 2			
VPN DEUDA EXTERNA PÚBLICA FIN 2001 (en millones de dólares estadounidenses)			
ACREEDORES	ANTES DEL HIPC	DESPUÉS DEL HIPC I	DESPUÉS DEL HIPC II
Multilaterales	2.337	2.224	1.616
BID	1.159	1.048	721
Banco Mundial	592	587	440
FMI	173	172	123
Otros	412	418	332
Bilaterales	1.207	785	527
Japón	590	238	149
Alemania	188	180	152
Otros	429	368	226
Privados	8	8	8
Total	3.552	3.017	2.151
Variación		- 535	- 1.401

Fuente: Estimaciones de la Asesoría de Política Económica del BCB
Variación respecto al VPN Antes de HIPC.

Las iniciativas adicionales de reducción de deuda por los acreedores del Club París permitirían que el país se beneficie con un alivio adicional de \$us376 millones en VPN calculado a fines de 2001.

ASPECTOS CONEXOS DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

El sector público incurre en déficit cuando los gastos que realiza, corrientes o de inversión, exceden el volumen de ingresos que recolecta. Los déficits fiscales no son, per se, negativos, como tampoco lo es recurrir al financiamiento para solventarlos. De hecho, existen argumentos para desarrollar una política fiscal anticíclica, e incurrir en déficit, en períodos en los cuales la economía así lo demanda. En compensación, los resultados favorables que pudieran lograrse en “años buenos” deben ser, imperiosamente, usados para lograr una situación fiscal sostenible. Son las políticas fiscales continuamente expansivas las que originan los problemas.

El concepto de sostenibilidad de la deuda debe entenderse en perspectiva dinámica, sólo así —precisando un determinado horizonte de tiempo— ésta podrá calificarse como sostenible o no. La definición más común de sostenibilidad de la deuda pública —interna y externa— señala que ésta es sostenible si el valor actualizado —valor presente— de los superávits primarios futuros es igual o mayor al saldo actual de la deuda pública. El Estado podrá entonces pagar esa deuda con sus futuros superávits (Perry, 1997). Este concepto tiene implicaciones de primer orden para la política fiscal. Puede deducirse que si se encontrara que la deuda pública no es sostenible, serían necesarias medidas de política orientadas a aumentar el resultado primario del sector público. En el caso boliviano sería también necesario seguir impulsando negociaciones dirigidas a reducir el “stock” de deuda externa con los acreedores externos y mejorar las condiciones del endeudamiento interno.

Dos conceptos importantes a tenerse en cuenta a la hora de evaluar la sostenibilidad de la deuda son la solvencia y la liquidez. En general, puede definirse la primera como la capacidad del sector público de pagar su deuda contraída haciendo uso de los superávits primarios futuros. Y la segunda, como la capacidad del sector público de cumplir, en todo momento, con el servicio de su deuda. El servicio de la deuda lo constituyen los intereses y las amortizaciones al capital.

Evaluar la sostenibilidad de la deuda, que en síntesis es evaluar la sostenibilidad de la política fiscal, es proyectar, de forma detallada, la evolución de la deuda y su servicio, y del crecimiento de la economía. Los indicadores relevantes de sostenibilidad deben construirse en forma de cocientes. Por ejemplo, si el análisis de la trayectoria de los cocientes deuda/producto o deuda/ingresos muestra que éstos crecen continuamente, la deuda probablemente no sea sostenible. Esto podría implicar la necesidad de cambiar la política fiscal.

Los esfuerzos metodológicos realizados en el marco de la Iniciativa HIPC complementan el análisis de la trayectoria de los indicadores empleados con la determinación de niveles que se consideran adecuados para estos cocientes. Podrán existir casos en los cuales, por ejemplo, la relación deuda/producto siendo creciente, se encuentre con todo dentro de parámetros relativos a “stocks” manejables.

SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EXTERNA

Los supuestos macroeconómicos empleados para analizar la sostenibilidad del endeudamiento externo público del país, en el contexto de la Iniciativa HIPC y las iniciativas adicionales para el período 2002–2015, consideran la recuperación paulatina de la economía, con crecimientos mayores a 5% desde 2004, inflación alrededor del 3,5% en todo el horizonte de proyección, y reducción gradual del déficit fiscal desde el 6,5% del PIB observado en 2001. En el mediano plazo, entre 2008 y 2015, la economía nacional crecerá en 5,5% anual que, sin ser excesivamente elevado, supera el crecimiento de la población y mejora, por tanto, el producto per cápita. Este desempeño se lograría, entre otros, con niveles importantes de formación bruta de capital fijo, especialmente proveniente de inversión extranjera directa. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuiría a 4,4% del PIB. Por su parte, el déficit global del sector público se reduciría, para alcanzar un nivel cercano de 1% del PIB a partir de 2007, al influjo de la reducción de los gastos corrientes del sector público y de una mejora moderada en sus ingresos.

Cabe resaltar que el logro de estos indicadores exigirá esfuerzos significativos en las gestiones macro y microeconómica del sector público que, además, permitan preservar y profundizar la estabilidad económica. También se contempla una contribución importante del sector privado para alcanzar el crecimiento proyectado, particularmente en la concreción de inversiones que permitan profundizar la capacidad exportadora del país.

Las proyecciones macroeconómicas empleadas para los análisis de sostenibilidad de la deuda deben, idealmente, contemplar escenarios alternativos que incorporen diversos tipos de choques adversos respecto a un escenario base que, de ser optimista, deberá serlo en términos moderados.

Los indicadores empleados para el Análisis de Sostenibilidad de Deuda (ASD) son: 1) la razón del VPN de la deuda externa al promedio móvil de las exportaciones de bienes y servicios de tres años (VPNE/X) como medida de solvencia;³ y 2) la razón del servicio de la deuda externa sobre las exportaciones corrientes (STDE/X) como parámetro de liquidez.⁴ Para este análisis se consideró el saldo total de la deuda externa pública de mediano y largo plazo al 31 de diciembre de 2001.

Los resultados de las relaciones VPDE/X y STDE/X proyectadas para los años 2002 a 2015, luego de la aplicación completa del alivio HIPC y alivios adicionales, muestran que ambos indicadores se ubican dentro de los parámetros definidos de sostenibilidad. En efecto, la relación VPDE/X se sitúa por debajo de 150% y la relación STDE/X por debajo de 20% durante todo el período de análisis.

Por tanto, en el mediano plazo, el endeudamiento externo del sector público consolidado puede considerarse sostenible. Pese a la mejora de los indicadores de solvencia y liquidez entre 2004 y 2011, al final del período de análisis, el cada vez menor acceso que tendrá Bolivia a las ventanillas concesionales de crédito modifica su portafolio hacia deuda no concesional; aunque sin alcanzar los términos de mercado. Esta situación se refleja en el deterioro de ambos indicadores.⁵

SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA INTERNA

La problemática del endeudamiento externo boliviano fue estudiada y alineada con los criterios de sostenibilidad de la iniciativa HIPC. Sin embargo, la de la deuda pública interna no ha merecido tal atención, pese a su crecimiento de años recientes. Así, la deuda interna consolidada del sector público llegó a \$us1.405 millones (fines de 2001). En ésta destaca la ausencia de cualquier elemento concesional, por haberse contratado dichos créditos en condiciones de mercado.

A diferencia del endeudamiento externo, no hay indicadores estándar para analizar la sostenibilidad de la deuda interna. Sin embargo de ello, se puede hacer el ejercicio sobre dos indicadores de solvencia y liquidez: el VPN de la deuda interna sobre ingresos fiscales totales (VPNDI/IFT) y el servicio total de la deuda interna sobre ingresos fiscales (STDI/IFI).⁶

Para el ASD se consideró el saldo total de la deuda interna de mediano y largo plazo del sector público consolidado —deuda contraída mediante la emisión de títulos públicos— con datos al 31 de diciembre de 2001. No se consideró la deuda entre entidades del sector público y, por falta de información, tampoco la deuda de los gobiernos municipales mediante emisión de bonos. Para fines de cálculo del VPN de la deuda se empleó, como tasa de descuento, el promedio de las tasas de interés de los títulos del Tesoro General de la Nación (TGN) en los seis meses previos a la fecha de corte. Los supuestos macroeconómicos utilizados son similares a los adoptados para el análisis de sostenibilidad de la deuda externa.

Los resultados muestran que a principios del período el indicador de solvencia VPNI/IFT se mantiene estable en un nivel superior a 60%, proporción considerable de los ingresos fiscales totales. Después, dicho indicador mejora significativamente hasta llegar a cerca de 30% hacia 2015. Este resultado obedece, entre otros aspectos, a que los ingresos fiscales tendrían una trayectoria creciente gracias a una mejora en la eficacia de las recaudaciones tributarias y a que el costo de la reforma de pensiones, luego de alcanzar su máximo nivel como proporción del PIB alrededor de 2005, comenzaría a decrecer.

Por su parte, el indicador de liquidez baja de casi 19% al inicio del período a 11% al final del horizonte de análisis. Cabe remarcar que por el deterioro proyectado de la situación de liquidez en el corto plazo —2002 a 2005— el servicio de la deuda interna representaría sistemáticamente mayor proporción de los ingresos fiscales totales, situándose cerca de 23% de los mismos en el último año.

A la luz de estos resultados, fruto de los supuestos macroeconómicos señalados, conviene subrayar que esta mejoría en los indicadores de la deuda interna podría alcanzarse a través de una adecuada trayectoria de ingresos y egresos del sector público, que debiera traducirse en continuas reducciones del déficit fiscal. Asimismo, los resultados alertan sobre el mayor peso que tendría, en el corto plazo, el servicio del endeudamiento interno del sector público.

SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA CONSOLIDADA

En términos nominales la proporción de la deuda interna dentro de la deuda total aumenta en 18 puntos porcentuales en el período de análisis (de 22% en 2001 a 40% en 2015). Esta modificación en la composición del saldo nominal de la deuda obedecería, en parte, a las crecientes restricciones del sector público en el acceso a recursos externos concesionales, pues llegaría a los límites de financiamiento con recursos IDA y FOE. En este marco, la brecha de financiamiento sería llenada de forma creciente con recursos internos, que se obtendrían en condiciones menos favorables, con previsibles impactos sobre el servicio de la deuda. En el período de estudio, el servicio del endeudamiento interno es, en promedio, el 63% del servicio total.

Para el análisis de sostenibilidad de la deuda total del sector público consolidado se adoptó, como indicador de solvencia, la relación VPN de la deuda total a ingresos fiscales totales (VPNT/IFT). Como indicador de liquidez se consideró la razón del servicio de la deuda total a ingresos fiscales totales. El VPN de la deuda y la magnitud del servicio total se calcularon mediante la agregación de las cifras estimadas para el endeudamiento externo e interno.

Bajo las previsiones macroeconómicas utilizadas, la trayectoria de los indicadores de solvencia y liquidez de la deuda total mejoran hasta 2008 y 2010, respectivamente. Luego, estos indicadores tienden a deteriorarse moderadamente.

Una forma de analizar si los indicadores de solvencia y liquidez del endeudamiento total están en un nivel sostenible, puede ser

comparándolos con los parámetros de sostenibilidad empleados para el endeudamiento externo en el marco del HIPC II. Recuérdese que en este contexto, la medida VPN/IFT es sostenible si se sitúa por debajo de 250%. Asimismo, como una adaptación del indicador de liquidez STD/X podría emplearse el ratio STD/IFT. En el contexto de la iniciativa HIPC II este indicador, aplicado al caso de la deuda externa, sería sostenible cuando se sitúa entre 15% y 20%.

El indicador de solvencia ilustra, con margen, una situación de sostenibilidad del endeudamiento público total, pues no supera 145%. Por su parte, el indicador de liquidez se sitúa entre 25% y 30% los primeros años, luego alcanza, hasta 2012, niveles de sostenibilidad. En los últimos años del período este indicador supera el 20%.

COMENTARIOS FINALES

El endeudamiento interno aumentó mucho desde 1998. ¿Las causas? menores ingresos y mayores gastos fiscales por la desaceleración de la actividad económica y la orientación anticíclica de la política fiscal.

Durante los años recientes, especialmente en 2001, se obtuvo financiamiento interno por montos importantes a bajas tasas de interés, tanto por la coyuntura interna como externa. La modificación de esa coyuntura podría encarecer el costo del endeudamiento interno, incrementar la brecha fiscal y deteriorar los indicadores de liquidez, sobre todo en el corto plazo.

Debe tenerse presente que si bien los resultados encontrados para el horizonte 2002-2015, muestran una situación de sostenibilidad del endeudamiento público, existe, por una parte, la tendencia al deterioro de los indicadores al final del período de análisis y, por la otra, debe recordarse que los resultados se derivan de la adopción de supuestos macroeconómicos optimistas. En particular, se proyecta un ritmo de crecimiento más bien importante. Esta recuperación gradual de la economía, que tendría efectos favorables en las finanzas públicas, es acompañada por proyecciones de una reducción sistemática del déficit del sector público, bajos niveles de inflación y el crecimiento sostenido de las exportaciones.

El crecimiento económico sostenido es posible solo en un ambiente caracterizado por políticas económicas sólidas. En este marco, la política fiscal juega un rol clave, por su impacto sobre los sectores real, externo y financiero.

¹ El sector público consolidado está conformado por el Sector Público No Financiero (SPNF) y el Sector Público Financiero (SPF), que comprende al Banco Central de Bolivia (BCB) y algunas entidades especializadas como la Nacional Financiera Boliviana (Nafibo), el Fondo de Desarrollo del Sistema Financiero y de Apoyo al Sector Productivo (Fondesif) y el desaparecido Banco del Estado, en liquidación, cuya deuda es administrada por el BCB. Desde 2000, la deuda interna del SPNF incluye la correspondiente a los gobiernos locales de La Paz, Cochabamba, Santa Cruz, Tarija, Trinidad, Guayaramerín y Quillacollo.

² Los montos de alivio en Valor Presente Neto (VPN) que se presentan corresponden a la suma actualizada de los flujos de alivio HIPC I y HIPC II que se recibirán desde 2002 hasta la extinción de los mismos. Los montos reportados de alivio en VPN pueden diferir de los presentados en documentos del FMI y el BM debido a los diferentes parámetros (tipos de cambio, tasas de interés y fecha de corte, entre otros) empleados para su cálculo.

³ Para el cálculo del VPN de la deuda se empleó, como tasa de descuento, el promedio de las tasas comerciales de interés de referencia vigentes entre el 1° de julio y el 31 de diciembre de 2001.

⁴ Las principales modificaciones al marco original de la Iniciativa HIPC comprenden la reducción de los niveles establecidos como metas para los indicadores de deuda:

?? La relación entre el VPN de la deuda externa pública como porcentaje del promedio móvil a tres años de las exportaciones de bienes y servicios (VPN/X) se redujo del rango de 200% a 250%, inicialmente establecido, al nivel único de 150%.

?? La relación entre el VPN de la deuda y el ingreso fiscal (VPN/I) pasó de 280% a 250%.

?? La relación entre el servicio de la deuda externa y las exportaciones (STD/X), que se fijó inicialmente entre 20% y 25%, tendrá que situarse entre 15% y 20%.

⁵ A fines de 2001 el componente de donación implícita de la deuda externa, que mide su grado de concesionalidad, superaba el 50%. Para los años siguientes, este valor disminuye sostenidamente, situándose por debajo de 35% a partir de 2011.

⁶ Se considera como ingresos fiscales totales a la adición de los ingresos del SPNF y el resultado cuasifiscal, que muestra las utilidades del BCB.