

LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN LOS PAÍSES DE BAJOS INGRESOS:
HACIA UNA PROPUESTA DE MARCO TEÓRICO
BASADO EN EL ANÁLISIS ESTRUCTURAL

*SUSTAINABILITY DEBT IN LOW INCOME COUNTRIES:
TOWARDS A PROPOSAL OF THEORETICAL FRAMEWORK
BASED ON STRUCTURAL ANALYSIS*

Alfredo Macías Vázquez
Universidad de Santiago de Compostela
a.macias@usc.es

Recibido: junio de 2008; aceptado: diciembre de 2008

RESUMEN

Una vez desarrolladas las iniciativas multilaterales para el alivio de la deuda externa en los países de bajos ingresos (HIPC y MDRI), el objetivo principal será evitar que un país pobre se vuelva a endeudar demasiado. Impedir esto no va a ser fácil. Por una parte, estos países están experimentando cambios en su inserción externa, lo cual implica una serie de oportunidades y riesgos. Por otro lado, el hecho de pagar puntualmente el servicio de la deuda no implica necesariamente que el país mantenga un endeudamiento sostenible. La caracterización de una deuda como sostenible tiene que ver con el análisis de la interrelación compleja de una serie de factores estructurales.

Palabras clave: Alivio de la deuda; Instituciones financieras internacionales; Sostenibilidad; Países de Bajos Ingresos.

ABSTRACT

Once developed the multilateral initiatives for the relief of the external debt in the low income countries (HIPC and MDRI), the principal aim will be to prevent a poor country from returning to get into debt too much. To prevent this is not going to be easy. On one hand, these countries are experiencing changes in their external insertion, which involves a series of opportunities and risks. On the other hand, the fact of paying punctually the service of the debt does not imply necessarily that the country supports a sustainable indebtedness. The characterization of a debt as sustainable relates to the analysis of the complex interrelationship of a series of structural factors.

Keywords: Debt Relief; Financial International Institutions; Sustainability; Low-Income Countries.

Clasificación JEL: F34.



Las iniciativas multilaterales para el alivio de la deuda externa en los países de bajos ingresos, la Iniciativa *Heavily Indebted Poor Countries* (HIPC) y la *Multilateral Debt Relief Initiative* (MDRI), han permitido una reducción significativa del monto y del servicio de la deuda de dichos países, lo que ha hecho posible –en un contexto de crecimiento económico– una mayor aportación de recursos fiscales a la lucha contra la pobreza en los mismos (AIF y FMI, 2007; AIF y FMI, 2008a). A partir de ahora, lo importante es tratar de evitar que un país pobre se vuelva a endeudar demasiado, hasta alcanzar nuevamente niveles insostenibles en sus coeficientes de endeudamiento. Impedir esto no va a ser fácil. ¿Por qué? En primer lugar, es importante ser prudente y no sobreestimar los logros de las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda (Fedelino y Kudina, 2003; Northover, 2003; Bjerkholt, 2004; Kuteesa y Nabbumba, 2004; Martin, 2004; UNCTAD, 2004). El propio Banco Mundial admite que “no existe una cantidad de condonación de la deuda que garantice solvencia financiera a futuro”¹. Especialmente, debemos de tener en cuenta que *las condonaciones de deuda realizadas bajo estas iniciativas han sido condicionadas a la aplicación de determinadas políticas y reformas económicas, que podrían limitar las capacidades estructurales de las economías deudoras para cumplir sus obligaciones crediticias en el futuro*. Además, no olvidemos que los países que se han beneficiado del alivio de la deuda están experimentando cambios en su inserción externa, que gradualmente les está permitiendo renovar su acceso -hasta ahora vedado- a los mercados financieros internacionales, lo cual trae aparejado una serie de oportunidades y riesgos dado el alto potencial de inestabilidad asociado a los mismos.

En segundo lugar, porque se encuentra en discusión el propio enfoque de la sostenibilidad de la deuda. Por un lado, pagar puntualmente la deuda implica renunciar a asignar dichos recursos financieros a la lucha contra la pobreza, lo cual puede suponer un coste de oportunidad importante para el país en cuestión (Berlage et ál., 2003; UNCTAD, 2004; Mwaba, 2005; Gunter, 2007; Spratt, 2007). Por otro lado, los sucesivos problemas de

¹ Puede consultarse la página informativa del BM, “Sostenibilidad de la deuda en Países de Bajos Ingresos: Preguntas más frecuentes”, en www.worldbank.org

incumplimiento en los pagos externos en países que se suponía habían logrado un nivel de endeudamiento aceptable, han puesto en entredicho los indicadores financieros que las instituciones financieras internacionales han venido utilizando para analizar la sostenibilidad de la deuda (Hjertholm, 2003; UNCTAD, 2004; Kraay y Nehru, 2006; Cassimon et ál., 2008) . Por lo tanto, podemos considerar que el hecho de pagar puntualmente el servicio de la deuda no implica necesariamente que el país mantenga un endeudamiento sostenible. En este sentido, la caracterización de una deuda como sostenible tiene que ver con el análisis de la interrelación compleja de una serie de factores estructurales, que a menudo tienen un comportamiento muy diferenciado en las diversas economías nacionales. En consecuencia, está planteado un debate más de fondo sobre las posibles vías que orienten a los países para alcanzar un endeudamiento sostenible, que no se reduce a una cuestión exclusiva de indicadores financieros.

1. DEUDA SOSTENIBLE Y CAPACIDAD DE PAGO

Para aproximarnos a la problemática de la sostenibilidad de la deuda, no debemos de olvidar que se trata de un concepto sensible a la interpretación subjetiva que cada parte interesada hace del mismo. Por un lado, los principales acreedores oficiales multilaterales y bilaterales se han esforzado recientemente en hacer operativo el concepto desde sus propias perspectivas. Concretamente, se vienen desarrollando dos marcos diferentes de sostenibilidad de la deuda: uno para los países de bajos ingresos que sobre todo están endeudados con los acreedores oficiales, y otro para países de renta media con un acceso considerable a los mercados financieros internacionales. Por otro lado, los prestamistas privados, por medio de diversas agencias de calificación crediticia, continúan aplicando sus metodologías para evaluar si el país que pide prestado tiene la capacidad de pagar puntualmente sus obligaciones financieras. No obstante, existen ciertos elementos que son comunes a las diversas concepciones. Para empezar, todas ellas consideran que garantizar la sostenibilidad de la deuda es una responsabilidad de los países deudores. En segundo lugar, se suele reducir la búsqueda de la sostenibilidad a un asunto de solvencia financiera, pues el análisis de la misma se limita a los determinantes de la capacidad de pago del país deudor. Por último, se desconoce el impacto del endeudamiento en el proceso de desarrollo económico de dicho país.

En estas concepciones, se considera que la carga de la deuda externa de un país se hace insostenible cuando, al acumularse demasiado rápidamente, puede originar desequilibrios fiscales que limiten la capacidad de pago del servicio de la deuda, particularmente en momentos en que se producen *shocks* externos, como puedan ser una crisis financiera internacional o una caída de los precios mundiales de las materias primas. Sin embargo, en la mayoría de los casos, resulta más difícil valorar si un nivel determinado de deuda es sostenible o no. En primer lugar, porque el concepto de sostenibilidad se concibe

generalmente en términos de sus propiedades negativas, como “ausencia de insostenibilidad”. En segundo lugar, porque se trata de un diagnóstico que no puede realizarse al margen de las condiciones en que un país está cumpliendo con sus obligaciones crediticias (por ejemplo, el país puede estar sacrificando el gasto público orientado a reducir la pobreza para pagar el servicio de la deuda). En el Consenso de Monterrey, se establece la necesidad de redefinir la sostenibilidad de la deuda como aquel nivel de endeudamiento cuyo pago no pone en peligro el logro de los Objetivos de Desarrollo del Milenio en 2015.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) tienen su propia definición, que no difiere en gran medida de la citada en el párrafo anterior: “un país alcanza la sostenibilidad de la deuda externa cuando puede cumplir con sus obligaciones de servicio de deuda presentes y futuras totalmente, sin recurrir a reprogramaciones de la deuda o a la acumulación de impagos y sin comprometer el crecimiento” (AIF y FMI, 2001). De forma novedosa, esta definición hace una referencia explícita a la necesidad de que el pago de la deuda no comprometa el crecimiento. Sin embargo, a pesar de este aparente cambio, la concepción sobre la sostenibilidad de la deuda continúa centrándose en el problema de la capacidad de pago. El crecimiento económico juega una función instrumental, como garantía de la capacidad de pago. Para los organismos multilaterales, como analizaremos más concretamente con posterioridad, el punto de mira está puesto en los determinantes del comportamiento del pago del servicio de la deuda (Hjertholm, 2003; Cassimon et ál., 2008). Con lo cual, el incumplimiento de los compromisos y la necesidad consecuente de reestructuración de la deuda serían elementos suficientes para declarar la insostenibilidad de la misma.

Desde este punto de vista, la sostenibilidad se alcanzaría cumpliendo determinados criterios de solvencia financiera, asociados básicamente a la generación y a la movilización del ahorro interno y a la captación de divisas. El endeudamiento sería sostenible cuando se mantenga la capacidad de pago a lo largo del tiempo, la cual está asociada a determinadas condiciones de solvencia que al cumplirse, muestran que se cuenta con los recursos necesarios para hacer frente a las obligaciones crediticias. Poco importan, en esta concepción, las presiones y las tensiones en la estructura económica que genera la apremiante disponibilidad de fondos para cumplir el servicio de la deuda, y que podrían terminar condicionando la propia capacidad de pago a largo plazo².

Por otra parte, conviene no olvidar que, si bien algunos factores que determinan la capacidad de pago –como el esfuerzo fiscal– están bajo control del gobierno, existen otros factores que pueden tener un comportamiento

² Por ejemplo, un país especializado en la producción de cacao puede pagar puntualmente el servicio de la deuda incrementando sus exportaciones de dicho producto, consolidando de esta manera su deformación estructural como economía de monocultivo. En el largo plazo, dicho país podría tener serios problemas para garantizar el pago de la deuda, pues será más vulnerable a la evolución de los precios internacionales de dicha materia prima.

impredecible, a pesar de que las políticas macroeconómicas se hayan desarrollado con ejemplaridad (Naciones Unidas, 2004). Entre estos factores condicionantes, podemos destacar los relacionados con el entorno global, como son los tipos de interés internacionales, los precios de las principales exportaciones, la evolución de la ayuda al desarrollo, la fuga de capitales, etc. También, debemos considerar las situaciones de emergencia humanitaria, resultado de desastres naturales o sociales (Kuteesa y Nabbumba, 2004; UNCTAD, 2004; Mwaba, 2005; Nureldin y Gunter, 2005; Ndikumana y Boyce, 2008). En el conjunto de estos casos, resulta muy difícil también realizar evaluaciones precisas del nivel de sostenibilidad de la deuda. Incluso, podría llegar a darse la paradoja de que un país que en un momento determinado incumple sus pagos de la deuda por falta de liquidez, previamente cumpliera de forma rigurosa las condiciones de sostenibilidad de la misma (Ocampo, Kregel y Griffith-Jones, 2007).

El enfoque de la sostenibilidad de la deuda basada en la capacidad de pago tiene otro inconveniente: su marcado carácter *ex-post*. Bajo la tutela de los acreedores, la búsqueda de un endeudamiento sostenible siempre sería el resultado de una estrategia de adaptación ante el fenómeno del incumplimiento, que se concreta en un proceso de reestructuración o de condonación de la deuda y, en el mejor de los casos, en nuevas posibilidades de financiación. Se trata de un enfoque que no está pensado para fortalecer la sostenibilidad de la deuda desde mucho antes, mediante una estrategia *ex-ante* de carácter preventivo. Sin embargo, las causas estructurales de la insostenibilidad de la deuda se encuentran antes de la acumulación de los impagos, comienzan a engendrarse desde el momento en que los flujos financieros entran en la economía de un país en forma de préstamos, y no estimulan suficientemente ni el crecimiento, ni el desarrollo económico del mismo (Curbelo, 2007, Cassimon et ál., 2008).

En este debate, el FMI y el BM habrían incorporado algunas de las cuestiones críticas mencionadas, a pesar de mantenerse en el enfoque de la capacidad de pago y de seguir imponiendo la condicionalidad a los países de bajos ingresos que pretendiesen beneficiarse del alivio de la deuda o de nuevos créditos concesionales o donaciones (BM y FMI, 2006). Los organismos financieros multilaterales están intentando fortalecer las capacidades preventivas de su análisis de sostenibilidad de la deuda, partiendo en mayor medida de las características específicas de cada país. Explícitamente, se refieren a la necesidad de formular *estrategias de endeudamiento sostenible a medio plazo*, que puedan compatibilizar la acumulación de deuda con el desarrollo nacional y los programas macroeconómicos, como proceso consistente y sostenible en el tiempo y, por otro lado, que permitan minimizar los costes del endeudamiento en el corto y el largo plazo, manejando prudentemente el riesgo.

A continuación, analizaremos detalladamente cuál ha sido la evolución de los planteamientos de las instituciones multilaterales en materia de sostenibilidad de la deuda, así como cuáles han sido las razones que les han

llevado a modificar sus posturas. Posteriormente, intentaremos complementar sus nuevas propuestas con una invitación a considerar un sistema adicional de indicadores basados en un análisis estructural de la sostenibilidad financiera de los países de bajos ingresos.

2. LAS LIMITACIONES DEL ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN LA INICIATIVA HIPC

La participación de cada país deudor en la Iniciativa HIPC estaba sometida a la evolución de los llamados *coeficientes de endeudamiento*, cuyo seguimiento permitía caracterizar a partir de ciertos umbrales si la deuda de un país era insostenible³. Precisamente, al seguimiento país por país de este conjunto de coeficientes se le denominó Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (sus siglas en inglés, DSA), y llegó a representar el principal instrumento de los organismos financieros multilaterales para diagnosticar la situación deudora de cada estado. En el DSA original, se utilizaban en realidad dos numeradores principales para el cálculo de los coeficientes: el monto y el servicio de la deuda en un período determinado. Para calcular el monto, se usaba en mayor medida el valor actual neto que el valor nominal, ya que permitía la comparación entre cargas de deuda que podían tener niveles muy diferentes de concesionalidad⁴. Sin embargo, si bien el valor actual neto intentaba representar una carga general en una sola cifra, no prestaba atención al perfil temporal del servicio de la deuda, en el sentido de que no informaba sobre las posibles concentraciones de plazos de vencimiento en los años siguientes. Por ello, el valor actual neto debería de haber sido complementado con proyecciones de largo plazo del servicio de la deuda, incluidos los reembolsos de los futuros préstamos, para tener una visión más certera de la probabilidad de que ocurriese una crisis (Naciones Unidas, 2004).

Por otro lado, se planteaba también un debate en torno al cálculo del propio VAN. El FMI sugería que la tasa de descuento aplicada debería basarse en el tipo de interés que los acreedores obtendrían por invertir el desembolso del préstamo en el mercado financiero internacional (FMI, 2003). En este caso, dependiendo de cómo evolucionasen los tipos de interés internacionales, el VAN podría calcularse en función de una tasa de descuento excesiva y por lo tanto subestimar la carga de la deuda que sufre el país. Por ejemplo, con la

³ En la Reforma de 1999, los umbrales de sostenibilidad en los coeficientes de endeudamiento fueron ajustados a la baja, pasándose a considerar como deuda sostenible aquella que no superase el 150% en el coeficiente *deuda externa total/exportaciones anuales* y el 250% de la ratio *deuda externa total/ingreso fiscal*, lo cual ha permitido que una mayor cantidad de países que superaban estos umbrales pudiese optar a los beneficios de la Iniciativa.

⁴ En la década de los noventa, la metodología del Valor Actualizado Neto (VAN) en el cálculo del alivio de la deuda fue introducida por el Club de París para destacar la reducción de la deuda efectuada a través de una mejora en los términos concesionales de la deuda debida. El valor nominal de la deuda representa la suma real de lo adeudado a la fecha, mientras que el VAN calcula la suma que se necesitaría para cancelar la deuda en el momento actual.

elevación de los tipos de interés en 1999-2000, los países que en el período siguiente alcanzaron el punto de decisión en la Iniciativa HIPC perdieron cientos de millones de dólares en alivio de la deuda sin justificación objetiva. Posteriormente, a raíz de los atentados del 11 de septiembre de 2001, la bajada de los tipos de interés propició el efecto contrario. Por prudencia, sería recomendable congelar las tasas de descuento, calculándolas alternativamente sobre la rentabilidad de las inversiones en los países de bajos ingresos, en torno a una banda estable del 2,5-3,0% (Martin, 2004).

Además, existe toda una discusión en torno a la selección de los valores de los umbrales, que permitirían corroborar si los coeficientes mencionados apuntan o no a la sostenibilidad de la deuda (Hjertholm, 2003; UNCTAD, 2004; Cassimon et ál., 2008). Los organismos financieros internacionales han basado en cálculos empíricos el establecimiento de dichos umbrales de referencia. Sin embargo, los estudios econométricos nacionales que han intentado identificar los factores que determinan la capacidad de un país para sostener el pago de la deuda han descubierto rangos amplios de valores para dichos factores, reconociendo los propios organismos multilaterales que los umbrales oficiales deberían ser utilizados como referencias más que como patrones rígidos (FMI y AIF, 2004). De hecho, es indispensable interpretar la importancia relativa de dichos indicadores en el contexto económico nacional, incorporando una valoración global de las políticas macroeconómicas aplicadas. Por ejemplo, un elevado coeficiente del stock de deuda sobre las exportaciones brutas o los ingresos fiscales no necesariamente indica una carga insostenible de deuda, sino una elevada vulnerabilidad externa o una debilidad particular en la movilización de los recursos domésticos. Del mismo modo, un alto coeficiente del servicio de la deuda combinado con un monto de la misma moderado sugiere que el país tendría derecho a solicitar préstamos a fin de superar presiones temporales de liquidez.

En segundo lugar, necesitamos incorporar en el análisis todos los tipos de deuda que influyen en la sostenibilidad de la deuda externa. En este sentido, la Iniciativa HIPC ha omitido dos tipos de deuda que recientemente han manifestado un auge considerable en los países de bajos ingresos: la deuda doméstica y la de los acreedores privados externos no institucionalizados. El FMI sugiere incluir ambos tipos de deudas en los instrumentos para el análisis de la sostenibilidad, pero se opone a que dichas deudas sean objeto de alivio en el marco de la Iniciativa HIPC. En general, se mantiene una visión demasiado optimista en la liquidación de las obligaciones domésticas, a pesar de que pueda desviar recursos que podrían ir dirigidos a la lucha contra la pobreza (Fedelino y Kudina, 2003; Kappagoda y Alexander, 2004; UNCTAD, 2004; Cassimon y Van Campenhout, 2007; Spratt, 2007); mientras que en el caso del rápido crecimiento de las deudas con el sector privado se necesita adoptar medidas de prevención ante la posibilidad de que se desaten crisis financieras, especialmente en aquellos países que han liberalizado su cuenta de capital (Alonso y Fitzgerald, 2003; BM y FMI, 2006; Ocampo, Kregel y Griffith-Jones, 2007).

En tercer lugar, existe mucha confusión sobre cómo juzgar la capacidad de pago de un país. La liberalización del mercado de divisas por parte de los países de bajos ingresos ha provocado que los ingresos por exportaciones se hayan convertido en un indicador bastante equívoco para valorar la capacidad de pago (Mwaba, 2005; Ndikumana y Boyce, 2008), mientras que nunca estuvo clara la relación entre el PIB y la disponibilidad de recursos para pagar el servicio de la deuda (Cassimon et ál., 2008). Por lo tanto, el mejor indicador para evaluar la capacidad de pagar de un gobierno son directamente los ingresos fiscales, que además representan el instrumento más directamente condicionado por los programas de ajuste del FMI. Si el objetivo es realmente liberar recursos para destinarlos a la reducción de la pobreza, el indicador fundamental para valorar la sostenibilidad de la carga de la deuda debería ser *servicio anual de la deuda/ingresos fiscales* (Martin, 2004).

3. EL MARCO DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

Durante la década de los noventa, los problemas de incumplimiento en los pagos externos se llegaron a producir en países con niveles de endeudamiento muy distintos, lo cual hizo imperiosa la necesidad de complementar el DSA utilizado en la Iniciativa HIPC con otro tipo de instrumentos analíticos. En 2002, los organismos financieros multilaterales iniciaron la revisión de su instrumental analítico para evaluar la sostenibilidad de la deuda externa de los países de bajos ingresos. Durante la primavera de 2005, el BM y el FMI dieron a conocer su nueva propuesta, el Marco de Sostenibilidad de la Deuda (sus siglas en inglés, DSF) (FMI y AID, 2005). La finalidad del DSF sería ayudar a que los países pobres por sí mismos identificasen las vulnerabilidades relacionadas con los nuevos procesos de endeudamiento, y posteriormente las mismas pudiesen ser tomadas en cuenta en la formulación de sus políticas económicas.

El DSF no sólo tendrá efectos relevantes desde el punto de vista de la eficiencia funcional del análisis de la sostenibilidad de la deuda, es decir, de sus posibilidades efectivas de anticiparse a las situaciones críticas. Adicionalmente, este marco analítico más amplio sería de aplicación obligatoria y tendría una función sancionadora, pues la asignación de fondos concesionales por parte de la Asociación Internacional de Fomento (AIF) podría depender de que el país se endeudase de forma sostenible (BM y FMI, 2006). Siguiendo las recomendaciones del Consenso de Monterrey, el DSF buscaría servir de guía a los países pobres a la hora de movilizar financiación para sus necesidades de desarrollo, y al mismo tiempo evitar en lo posible una acumulación excesiva de deudas en el futuro. Sin embargo, el DSF es de aplicación voluntaria para los acreedores, no proponiendo sanciones a aquellos que adjudiquen créditos que sobrepasen los umbrales de sostenibilidad (Hurley, 2008).

En realidad, el DSF no sustituye al DSA, que seguirá elaborándose en cada país, sino que lo incorpora en un marco más amplio. En este sentido, el nuevo

marco para evaluar la sostenibilidad de la deuda consta de dos elementos principales (BM y FMI, 2006). En primer lugar, siguiendo el planteamiento del DSA tradicional, se desarrolla un sistema más amplio de indicadores financieros y una cuidadosa interpretación de los indicadores de la carga de la deuda externa, tanto real como prevista, en un escenario de referencia y teniendo en cuenta las posibles perturbaciones. Y, en segundo lugar, se introducen umbrales de sostenibilidad específicos para cada país aplicables a los coeficientes de endeudamiento, que dependen de la evaluación que se realice de la calidad de las políticas y de las instituciones del país en cuestión (BM y FMI, 2006).

Esta evaluación se elabora sobre la base de un sistema de medición del BM, el Índice de Asignación de Recursos de la AIF⁵, que se ha utilizado para distribuir los recursos financieros de la AIF. Al igual que el DSA, *el DSF continuaría analizando el nivel de endeudamiento del país, pero contrastándolo con el nivel mínimo que éste sea capaz de sostener con arreglo a sus políticas generales y a la calidad de su marco institucional*. Es decir, el DSF pretende ofrecer una evaluación completa de la vulnerabilidad de un país en función de la carga de su deuda, clasificando previamente a los países en función de su desempeño institucional y económico. Esta clasificación constituye la referencia para el establecimiento de umbrales de sostenibilidad. Los mismos, de igual manera que en las formulaciones originales realizadas en la Iniciativa HIPC, serán calculados utilizando el valor actual neto del stock de la deuda, en relación a las exportaciones, al PIB y a los ingresos fiscales. En base al lugar que ocupan en el ranking CPIA, los países son inicialmente agrupados en tres categorías de desempeño económico e institucional: sólido (*strong*), intermedio (*medium*) y deficiente (*poor*). Como se muestra en el Cuadro 1, los umbrales de sostenibilidad se han establecido en diferentes niveles para cada categoría de países, de tal manera que a los países con un desempeño firme les corresponden umbrales más altos. Es decir, que en países con políticas económicas sólidas y un marco institucional de mayor calidad, la acumulación de deudas sería menos arriesgada.

Por otro lado, el DSF se utilizaría como guía para la asignación de la ayuda multilateral al desarrollo. Si los coeficientes de endeudamiento de un país están por debajo de dichos umbrales, el país podrá obtener nuevos créditos concesionales. Si se encuentran en el límite de dichos umbrales, podrá beneficiarse de una combinación de créditos y donaciones de capital. En cambio, si se encuentran por encima, los países recibirán exclusivamente donaciones. Utilizar la sostenibilidad de la deuda como criterio fundamental de las operaciones multilaterales de préstamo y de donaciones constituye un paso, que podría ser valorado positivamente. No obstante, algunos países recibirán ahora menos fondos en concepto de donaciones, de los que podrían haber recibido en concepto de préstamos (Oddone, 2005).

⁵ Más conocido por las siglas en inglés de su anterior denominación, CPIA (Country Policy and Institutional Assessment).



CUADRO 1: UMBRALES DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN EL DSF (EN %).

	Monto de la deuda			Servicio de la deuda	
	XBS	PIB	IF	XBS	IF
<i>Deficiente</i>	100	30	200	15	25
<i>Intermedio</i>	150	40	250	20	30
<i>Sólido</i>	200	50	300	25	35

Fuente: AIF y FMI (2008b).

En resumen, no se trata de un marco estandarizado y rígido, como ocurría con el DSA original. Se adapta a las circunstancias económicas e institucionales de cada país⁶. Sin embargo, pese a sus virtudes, debemos de poner en evidencia que el DSF continúa pasando por alto la necesidad de avanzar hacia un enfoque más integral de la sostenibilidad de la deuda (Kraay y Nehru, 2006; Curbelo, 2007; Cassimon et ál., 2008), que no se reduzca a considerar la mera capacidad de pago de los países endeudados concentrando su atención en alcanzar ciertos niveles de endeudamiento⁷. Además, la nueva propuesta sigue desconociendo la responsabilidad compartida de países acreedores y deudores, a pesar de que otorga un espacio de respiro para un limitado número de países pobres (Hurley, 2008).

Por otro lado, otra cuestión preocupante es que el DSF rompe cualquier tipo de vinculación entre la sostenibilidad y el alivio de la deuda, tanto en su definición como en sus objetivos⁸. A largo plazo, el DSF confía en que los montos insostenibles de la deuda se “disuelvan” por la vía del incremento de las donaciones de capital (Oddone, 2005). De esta manera, se pierde la oportunidad de aprovechar el vínculo positivo entre el alivio de la deuda y las posibilidades de desarrollo económico (Northover 2003, Curbelo, 2007). Además, debemos añadir que el DSF no plantea cambios en la condicionalidad de las políticas asociadas a la recepción de financiación concesional.

4. LA SOSTENIBILIDAD TRAS EL ALIVIO DE LA DEUDA

En noviembre de 2006, después de un año de vigencia, el BM y el FMI publicaron un informe sobre la aplicación del DSF en los países de bajos ingresos tras la implementación de las dos iniciativas multilaterales de alivio de la deuda (BM y FMI, 2006). En dicha publicación, se sostiene que el DSF fue claramente apropiado y no se justifican mayores cambios, pero se cree

⁶ Aunque utiliza una metodología para la clasificación de los países que no fue originalmente pensada para medir resultados, a pesar de que varios de los indicadores usados valoran resultados, antes que políticas (Caliari, 2006).

⁷ Por ejemplo, el DSF no toma en cuenta los vínculos estrechos que existen entre la deuda y el comercio, reduciendo el uso de los recursos procedentes de las exportaciones al pago de la deuda.

⁸ Puede consultarse la página informativa del BM, “Sostenibilidad de la Deuda en Países de Bajos Ingresos: Preguntas más frecuentes”, en www.worldbank.org

conveniente una orientación adicional en la aplicación del DSF en un contexto donde la mayor capacidad de endeudamiento de los países de bajos ingresos, junto con la aparición de nuevos acreedores menos institucionalizados y el importante ascenso de la deuda doméstica, plantean una elevación del riesgo moral asociado a problemas de sobreendeudamiento. Por ejemplo, a mediados de 2008, en países que habían superado el punto de culminación en la Iniciativa HIPC –como Burkina Faso, Gambia, Ruanda y Santo Tomé–, el DSA mostraba situaciones de elevada vulnerabilidad, como se puede observar al contrastar el coeficiente *deuda externa total/exportaciones anuales* de cada país con el umbral indicado para el mismo una vez analizadas las condiciones de cada país en el DSF (Cuadro 2).

CUADRO 2: SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN PAÍSES POST-HIPC: DEUDA EXTERNA TOTAL/EXPORTACIONES ANUALES (EN %).

	<i>Umbral indicativo DSF</i>	<i>Fin-2007</i>	<i>Fin-2017 (P)</i>
<i>Burkina Faso</i>	150	118	178
<i>Gambia</i>	100	107	130
<i>Ruanda</i>	150	62	149
<i>Santo Tomé</i>	100	119	4
<i>Media post-HIPC</i>		63	-

Fuente: FMI (2008a).

Por ello, aunque se continúa apostando por el DSF, como una aproximación específica para valorar la velocidad apropiada en la acumulación de la deuda, se sugieren recomendaciones particulares en la aproximación analítica que se realice en cada caso (BM y FMI, 2006). En primer lugar, los organismos multilaterales recomiendan diseñar escenarios más sólidos, que reflejen de una manera más fidedigna las políticas económicas y el marco institucional del país, su entorno exterior y la probabilidad de que sufra *shocks* externos –y, en este contexto, valorar el impacto del incremento de la capacidad de endeudamiento en la financiación adicional del gasto público–. En segundo lugar, se apela al reforzamiento de las capacidades preventivas ya contenidas en el DSF. Por último, se plantea la necesidad de una revisión detallada y prudente de los supuestos macroeconómicos, particularmente relacionados con el crecimiento económico y el endeudamiento, y de las políticas cuando el ritmo de endeudamiento exceda un cierto umbral.

En este informe, se plantea si la concesionalidad continúa siendo apropiada para países que se han beneficiado de las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda. El BM y el FMI continúan considerando que la financiación concesional sigue siendo la fuente de financiación externa más apropiada para los países de bajos ingresos, pero se argumenta que en función de la evolución específica de las siguientes condiciones se podría permitir la financiación no concesional (BM y FMI, 2006):

- El impacto en la sostenibilidad de la deuda de dichas obligaciones financieras no concesionales.
- La disponibilidad de recursos financieros concesionales tanto de carácter bilateral como multilateral.
- La fortaleza global de las políticas y de las instituciones del país endeudado, así como la calidad de la inversión a ser financiada y del programa de gasto público en su conjunto.

Como novedad importante, que retomaremos a continuación, el documento plantea dos áreas donde el DSF podría ser sensiblemente mejorado: en el análisis de la creciente deuda doméstica y de la mayor relevancia de los acreedores externos privados⁹. En ambos casos, se podrían abrir nuevas oportunidades de financiación de desarrollo, pero también surgen nuevos riesgos, que necesitan ser evaluados y vigilados cuidadosamente. En el caso de los acreedores externos privados, el BM y el FMI sugieren que el análisis de la vulnerabilidad adicional se concentre en los riesgos del endeudamiento a corto plazo, integrándolo en un análisis más sistemático en conjunción con el DSF. En el caso de la deuda doméstica, hay que tener en cuenta su influencia en el riesgo de que se produzca una crisis financiera. Sin embargo, los organismos multilaterales perciben que existen ciertos desafíos conceptuales para integrar la deuda doméstica en el DSF¹⁰, que no hace factible el establecimiento de umbrales de sostenibilidad para la misma. Aunque sí ven la oportunidad, y realizan sugerencias específicas para lograrlo, de integrar la deuda doméstica más sistemáticamente en el análisis de sostenibilidad de la deuda externa.

⁹ Entre otros cambios menores, las instituciones multilaterales consideran además posibles refinamientos en la escala existente de coeficientes de endeudamiento, incluyendo una subdivisión de la categoría de riesgo intermedio, debido a que la efectividad de los coeficientes en esta categoría ha declinado con motivo de la implementación de la MDRI y las proyecciones de crecimiento más conservadoras. Además, el BM y el FMI sugieren usar una media de tres años en el resultado del CPIA, para determinar el umbral apropiado de sostenibilidad de la deuda, y por lo tanto evitar una volatilidad indebida en la ayuda repartida por la AIF a un país.

¹⁰ La incorporación de la deuda doméstica en el DSF posee desafíos conceptuales y prácticos, dada la naturaleza diferenciada de ambos tipos de endeudamiento. En primer lugar, los riesgos derivados del incumplimiento en los pagos son diferentes. De hecho, los gobiernos generalmente recurren a otro tipo de instrumentos de la política monetaria cuando son presionados por elevados niveles de deuda doméstica. En segundo lugar, dicha deuda es frecuentemente utilizada para gestionar la política monetaria, manejar el tipo de cambio o apoyar el desarrollo del mercado financiero doméstico. En tercer lugar, es importante no perder de vista que las condiciones financieras de la deuda doméstica en los países de bajos ingresos son significativamente diferentes de las de la deuda externa, lo que implica asumir riesgos diferentes. La deuda doméstica suele ser de vencimiento más corto, se contrata a tipos de interés nominales más elevados y se denomina en moneda local. Por último, la calidad de la deuda doméstica suele ser más baja que la de la deuda externa.

4.1. LOS ACREEDORES EXTERNOS PRIVADOS

La mayor captación de flujos financieros privados proporciona oportunidades a los países de bajos ingresos, pero puede provocar nuevos riesgos que requieren de un seguimiento cuidadoso. La mayor amplitud de la base inversora puede ayudar a estos países a incrementar las opciones de financiamiento de proyectos con altos retornos, especialmente en los casos donde los créditos concesionales no se encuentran disponibles en una escala suficiente y los riesgos de sostenibilidad de la deuda son bajos. Más aún, dichas inversiones podrían reforzar el desarrollo de los mercados domésticos de deuda y ayudar a reducir los tipos de interés de la deuda doméstica. Sin embargo, se pueden presentar los siguientes riesgos (BM y FMI, 2006):

- Los flujos de capital privado a corto plazo podrían exponer a los países de bajos ingresos a giros abruptos de las valoraciones del mercado, lo que no es habitual en la financiación concesional. La salida repentina de capital podría complicar la evolución del tipo de cambio y el conjunto de la gestión monetaria.
- Pueden aparecer problemas cuando la inversión extranjera en los mercados locales expulse a la banca doméstica, obligándola a prestar a proyectos de inversión con riesgos más elevados.
- La percepción de la sostenibilidad de la deuda a medio plazo puede debilitarse cuando las obligaciones son garantizadas con ingresos futuros de las exportaciones.

En países donde el endeudamiento con acreedores externos privados llega a ser significativo, ciertas medidas políticas podrían implementarse para intentar neutralizar el incremento de dichos riesgos. Principalmente, dichas medidas tienen que ver con el mejoramiento de la capacidad de seguimiento de la deuda, una valoración adecuada de las reservas y, en general, la calidad institucional de la gestión del endeudamiento. Por otro lado, se insiste en que el marco institucional para la supervisión y la regulación bancaria necesitarían ser reforzado antes de liberalizar la cuenta de capital. De hecho, los organismos multilaterales, a raíz de la experiencia en crisis financieras recientes en mercados emergentes, subrayan que la secuencia de las reformas estructurales sería también un factor importante a tener en cuenta. El análisis de estas crisis demuestra, en contra de lo defendido previamente por el FMI y el BM, que la indisciplina fiscal de los gobiernos de turno no fue la causa principal de las mismas (como se constató en México en 1994-1995), ni tampoco lo fue el desequilibrio en la cuenta corriente y el limitado ahorro nacional (como se puso de manifiesto en la crisis del Sudeste Asiático en 1997-1998). En los casos mencionados, resulta más adecuado decir que los acreedores privados actuaron de forma especulativa porque el marco de la política económica vigente les incentivaba a ello (Eatwell y Taylor, 2005).

TABLA 1: INDICADORES DEL DSF REVISADO.

<i>Indicadores</i>	<i>Fuente</i>	
	<i>ASD</i>	<i>Adicional</i>
<i>Desequilibrios en el sector público (stocks)</i>		
Deuda pública (VAN) en relación al PIB (ingresos fiscales)	X	
Deuda pública externa (VAN) en relación al PIB (XBS)	X	
Deuda pública en moneda extranjera (VAN) en relación al PIB	X	
Responsabilidades contingentes (VAN), no incluidas en la deuda pública	X	
Deuda pública en relación al PIB	X	
- Externa	X	
- Denominada en moneda extranjera	X	
- Vinculada a moneda extranjera		X
- Indexada al CPI		X
Décifit primario que estabiliza la deuda pública en relación al PIB	X	
<i>Desequilibrios en el sector externo (stocks)</i>		
Deuda externa (VAN) en relación al PIB (XBS)	X	
Deuda externa en relación a XBS	X	
Déficit de la cuenta corriente sin intereses externos que estabiliza la deuda externa en relación al PIB	X	
<i>Desequilibrios en el sector público (flujos)</i>		
Servicio de deuda pública en relación al ingreso	X	
Servicio de la deuda pública externa en relación a XBS	X	
Necesidad de financiación del sector público	X	
Deuda pública a corto plazo en relación a la deuda total		X
Deuda pública doméstica financiada por no residentes en relación al PIB		X
<i>Deesequilibrios en el sector externo (flujos)</i>		
Servicio de la deuda externa en relación a XBS	X	
Necesidad de financiación del sector exterior	X	
Reservas oficiales en relación a la deuda externa a corto plazo		X
Cobertura de las reservas		X
Reservas oficiales en relación a la oferta monetaria		X
Depósitos externos en relación a los activos externos del sistema bancario		X
<i>Solvencia del sector financiero</i>		
Crecimiento del crédito privado		X
Préstamos externos en relación al total de préstamos		X
Préstamos incumplidos en relación al total de préstamos		
Depósitos externos en relación a los depósitos totales en el sistema bancario		X
Depósitos externos contratados por no residentes		X
Reclamaciones sobre el gobierno y el banco central en relación a las reclamaciones totales en el sector bancario		X
Capital regulador en relación a los activos con riesgo		X

Fuente: BM y FMI (2006).

El análisis adicional concentrado sobre las vulnerabilidades asociadas al endeudamiento privado a corto plazo debería de ser usado más sistemáticamente en conjunción con el DSF. En opinión del BM y del FMI, el enfoque para analizar la sostenibilidad de la deuda externa y fiscal incluida en el actual DSF proporciona un adecuado seguimiento de la situación de la deuda soberana de los países de bajos ingresos, en particular de sus condiciones de solvencia a largo plazo. Sin embargo, donde los flujos de capital privado llegan a ser significativos, las instituciones multilaterales sugieren la incorporación de unos indicadores adicionales, tal como se muestran en la Tabla 1, con el objetivo de controlar los riesgos anteriormente citados.

En nuestra opinión, los indicadores adicionales propuestos por el FMI y el BM para aplicar en países de bajos ingresos se han adoptado utilizando los mismos criterios que se utilizarían con países de renta media que mantienen un acceso significativo a los mercados financieros internacionales (Kraay y Nehru, 2006; Cassimon et ál., 2008). Sin embargo, los países pobres comparten una serie de características estructurales, que justifican algunas importantes modificaciones en la formulación de dichos indicadores. Especialmente, se debería de incorporar la naturaleza de los shocks externos que sufren (Nureldin y Gunter, 2005); y los obstáculos en su capacidad de generar los recursos necesarios para pagar sus deudas (UNCTAD, 2004; Bjerkholt, 2004). Seguramente, si profundizáramos en estos aspectos, posiblemente llegaríamos a la conclusión de que el grado de accesibilidad a los mercados financieros internacionales, con lo que ello implica en términos de los nuevos riesgos ya analizados, no representaría una variable tan significativa a la hora de explicar crisis financieras en países pobres altamente endeudados.

4.2. UNA MEJOR INTEGRACIÓN DE LA DEUDA DOMÉSTICA EN EL DSF

Según los organismos financieros internacionales, las capacidades del DSF para detectar tempranamente los problemas de sostenibilidad del endeudamiento externo serían reforzadas si la evolución de la deuda doméstica fuese mejor integrada en dicho Marco. Por esta razón, el BM y el FMI ven necesario integrar más sistemáticamente la deuda doméstica en la evaluación de la sostenibilidad de la deuda externa, a pesar de que no es posible simplemente incorporar la deuda doméstica en los coeficientes de endeudamiento existentes, tal como mencionamos anteriormente cuando nos referimos a los desafíos conceptuales que ello comportaba.

En este proceso, se plantean ciertas cuestiones clave que podrían clarificar y fortalecer el rol de la deuda doméstica en el análisis de la sostenibilidad (BM y FMI, 2006):

- En primer lugar, todos los DSA de los países de bajos ingresos deberían de incluir un DSA de la deuda doméstica. Los DSA de la deuda interna y externa se deberían de elaborar simultáneamente y de una manera consistente.

- En segundo lugar, la deuda doméstica debería recibir una mayor atención en países donde dicha deuda tiene un peso superior a la media de los demás países o se ha incrementado rápidamente en años recientes. En este sentido, más altos niveles de deuda doméstica necesitarían de un más preciso escrutinio, aunque las conclusiones podrían ser atemperadas por factores específicos, como el comportamiento macroeconómico o la capacidad de gestión de la deuda. Se debería de tener en cuenta las circunstancias bajo las que esa deuda ha sido acumulada.
- En tercer lugar, el DSA de la deuda doméstica debería evaluar más profundamente las vulnerabilidades relacionadas específicamente con dicha deuda.

Sin embargo, aunque el BM y el FMI continúan defendiendo que no es posible incorporar la deuda doméstica al DSF, el Programa de Fortalecimiento de las Capacidades de los países que han formado parte de la Iniciativa HIPC (PFC-HIPC) ha elaborado recientemente una nota sobre la sostenibilidad de la deuda, que puede ayudar a los países a establecer sus propios umbrales de sostenibilidad en dicho tipo de deuda, al determinar sus indicadores basándose en las políticas macroeconómicas específicas. Por otro lado, organismos regionales como la Comunidad Andina de Naciones (CAN), la Zona Monetaria de África Occidental (WAMZ) y la Unión Económica y Monetaria del África Occidental (UEMOA) han establecido límites u orientaciones para la relación entre la deuda pública total (tanto externa como interna) y el PIB que oscilan entre 60% y 70%¹¹.

5. DEUDA EXTERNA Y DESARROLLO ECONÓMICO: HACIA UN ANÁLISIS ESTRUCTURAL DE LA SOSTENIBILIDAD FINANCIERA

Como venimos apuntando, reducir el análisis de la sostenibilidad de la deuda a verificar la situación de solvencia es insuficiente. Es preciso un análisis de las fuentes que la han garantizado. En este sentido, la sostenibilidad de la deuda a largo plazo debería ser definida como un proceso, donde además de cumplirse los compromisos de pago, se debe verificar que el endeudamiento externo contribuye al desarrollo del país, encontrando en el mismo la verdadera fuente sostenible de la capacidad de pago. Perfectamente puede ocurrir que un país solvente mantenga una deuda que no sea sostenible a largo plazo. Forzar a un país a pagar el servicio de la deuda en el corto plazo, puede tener como consecuencia la aparición de dificultades mayores para garantizar el pago a largo plazo.

En esta perspectiva, surge la duda de cómo determinar una situación de sostenibilidad, teniendo en cuenta que los indicadores financieros por sí solos

¹¹ Consultar los "Indicadores de Sostenibilidad de la Deuda" (junio de 2008), en la página informativa del Programa de Fortalecimiento de Capacidades de los países HIPC (PFC-HIPC), en: www.hipc-cbp.org

tendrían una escasa capacidad explicativa y de predicción. Necesariamente, debemos de centrarnos en el análisis del impacto que el proceso de endeudamiento tiene en el desarrollo del país, alrededor de tres ejes de reflexión que esbozamos a continuación (Curbelo, 2007):

- El análisis de las especificidades nacionales, tanto en las condiciones del endeudamiento externo (características de flujos financieros, incentivos para financiar la economía, términos de contratación de la deuda, grado de diversificación de los acreedores, términos para la renegociación de las deudas, etc.), como del desarrollo económico (heterogeneidad estructural, vulnerabilidad externa, estabilidad macroeconómica, desarrollo institucional, estrategia de desarrollo, encadenamientos productivos, etc.).
- El papel del alivio de la deuda en la estrategia de desarrollo, ya que puede ser un complemento en la misma, siempre y cuando dicho alivio se libere del lastre de la condicionalidad. Los montos y las características del alivio de la deuda deben de estimarse en función de las necesidades de desarrollo del país.
- La relación entre los flujos de deuda externa y el desarrollo económico como condicionante de la capacidad de pago, donde no basta con asignar los recursos financieros de tal manera que induzcan el desarrollo, sino que es necesario desde el comienzo determinar los canales a través de los cuales se van a satisfacer las obligaciones crediticias.

Mientras el primero de los ámbitos mencionados hace referencia a consideraciones analíticas, los dos siguientes presentan mayores implicaciones estratégicas. Por lo tanto, nos concentraremos en estos últimos. Como planteábamos al principio, el alivio de la deuda otorgado en las iniciativas multilaterales no implica la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo. Si el objetivo del alivio de la deuda fuese vincular el mismo con la lucha contra la pobreza y las necesidades de desarrollo del país, sería necesario aplicar un marco más completo de indicadores de sostenibilidad (UNCTAD, 2004). Para abordar esta compleja cuestión, disponemos de dos tipos de aproximación (Hjertholm, 2003, Cassimon et ál., 2008):

- La aproximación basada en el “debt overhang”. Se define como el efecto negativo de una elevada carga de la deuda en el crecimiento económico (Krugman, 1988): los umbrales de sostenibilidad deben ser definidos a partir del nivel en que la deuda comienza a tener dicho impacto negativo. Este nivel difiere de los umbrales utilizados por el FMI y el BM porque la ausencia de problemas en el servicio de la deuda no necesariamente significa que no existen efectos negativos sobre el crecimiento. En realidad, este efecto comienza a producirse cuando un stock excesivo de deuda introduce externalidades negativas en la transferencia de recursos, primero en la inversión y luego en el crecimiento. Los inversores externos y domésticos anticipan una

futura elevación de los impuestos y un incremento de la incertidumbre, desincentivando la inversión.

- La aproximación basada en el “desarrollo humano”. La sostenibilidad de la deuda es definida como aquel nivel de servicio de la deuda que no pone en peligro las asignaciones presupuestarias dedicadas al logro de los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) (Northover, 2003; Caliarì, 2006). En este caso, más que enfocar la atención en el stock de la deuda, el objetivo principal sería aliviar el servicio de la deuda. Los países de bajos ingresos suelen presentar restricciones fiscales, que se verían atenuadas si aplicásemos este tipo de aproximación. Se podrían vincular indicadores de sostenibilidad de la deuda que vinculasen la capacidad de pago con la consecución de los ODM (Gunter, 2007), o incluso se podría plantear una emisión de bonos, cuyos intereses sólo fuesen pagados cuando el país en cuestión mantuviese un crecimiento alto y creciente, que le permitiese afrontar los retos de la lucha contra la pobreza (Spratt, 2007).

Por otro lado, la determinación de los canales a través de los cuales se van a satisfacer las obligaciones crediticias se relaciona estrechamente con el comportamiento de las inversiones, del ahorro interno y de las exportaciones del país (Curbelo, 2007; Cassimon et ál., 2008). En primer lugar, los flujos de deuda alcanzarán un impacto positivo en el desarrollo si su absorción por la economía se traduce en inversión productiva, lo que en tal caso podría garantizar el pago del servicio de la deuda. En segundo lugar, la generación y el control del ahorro interno es un componente fundamental de una estrategia de sostenibilidad de la deuda que pretenda reducir la dependencia de la financiación externa. Por último, los flujos de deuda pueden contribuir al desarrollo si se orientan a fortalecer un crecimiento exportador sostenible en el tiempo, y que constituya una fuente estable de provisión de divisas para el país. Obviamente, construir una estrategia de este tipo no constituye un proceso exento de presiones, pues los compromisos de pago suelen presentarse antes de que se obtengan los resultados. Pero esta dificultad añadida no puede servir de pretexto para descartar su consideración, pues lo que resulta evidente es que una estrategia de endeudamiento sostenible inevitablemente implica un análisis de las relaciones entre deuda externa y desarrollo económico.

Así, deberíamos de avanzar hacia un marco teórico de análisis estructural de la sostenibilidad de la deuda que nos permitiese verificar en cada caso concreto cómo se articula el endeudamiento externo con el proceso de desarrollo del país. Tentativamente, asumiendo la necesidad de comenzar un estudio empírico de esta cuestión, planteamos una serie de cuestiones a tener en cuenta al abordar dicho análisis:

- En cuanto al análisis de cómo el endeudamiento externo se relaciona con la inversión productiva, nos interesa considerar cuál es el peso de la deuda externa destinada a la formación bruta de capital fijo respecto a la deuda externa total asumida por el país. También, nos interesa conocer

cuál es la relación entre la inversión extranjera directa y la formación bruta de capital fijo, pues es necesario considerar en qué medida están comprometidos los rendimientos de la inversión. Por otro lado, sería adecuado valorar cuánto gasto público se convierte en inversión pública, a la vez que contrastamos esta información con otros coeficientes ya propuestos en el DSA original, como los vinculados con el peso del monto y del servicio de la deuda respecto a los ingresos fiscales. Por último, sería recomendable incorporar indicadores financieros con un significado estructural, como los que intentan comparar la evolución de los tipos de interés internacionales con la tasa de rendimiento interna de las inversiones en el interior del país.

- En cuanto a la capacidad de generar y mejorar el control sobre el ahorro interno a partir del endeudamiento externo, las indagaciones deben orientarse más específicamente con el análisis institucional de los circuitos financieros del país. En muchas ocasiones, los flujos financieros procedentes del exterior son captados primordialmente por agentes que se especializan en la fuga de capitales, creando un círculo vicioso difícil de romper (Ndikumana y Boyce, 2008). Fortalecer las capacidades de captación de recursos financieros externos por parte de los circuitos financieros que se articulan en el ámbito de la economía interna, y que a su vez estimulen la generación de ahorro, tienen que ver con la introducción de reformas en el sistema financiero que profundicen la transparencia del mismo.
- Por último, los flujos de deuda pueden contribuir al desarrollo si se orientan a fortalecer un crecimiento exportador sobre bases estructurales no deformadoras, acompañado de encadenamientos productivos “hacia dentro”. Por ejemplo, en el Sudeste Asiático, los países desarrollaron estrategias sostenibles de endeudamiento que se tradujeron en políticas industriales y de promoción de las exportaciones, que les permitió orientar a la exportación su amplia base industrial. En este sentido, deben ponerse en práctica iniciativas para la diversificación de las exportaciones en aquellos países especializados en las ventas de materias primas no energéticas. Como ocurre en África Subsahariana, deberíamos evitar que cumplir con los compromisos de pagos externos terminase implicando una mayor especialización exportadora en materias primas (UNCTAD, 2004; Nureldin y Gunter, 2005).

6. CONSIDERACIONES FINALES

Las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda han permitido reducir significativamente los montos de la misma a los países de bajos ingresos, pero no garantizan su sostenibilidad en el medio y el largo plazo. Al rebajar los montos de la deuda acumulada, las iniciativas multilaterales han otorgado

nuevas oportunidades a los países de bajos ingresos, especialmente en la lucha contra la pobreza. No obstante, como advierten los propios organismos internacionales, el alivio de la deuda no garantiza su sostenibilidad en el medio y largo plazo, dado que la nueva capacidad de endeudamiento de las economías de renta baja puede ser aprovechada por los acreedores privados para colocar créditos en términos de mercado en dichos países. Por otro lado, la evolución del endeudamiento depende también de las condiciones económicas más generales, particularmente de la capacidad para movilizar los recursos domésticos y la predisposición de estos países a padecer *shocks* de carácter exógeno, la cual se relaciona estrechamente con el carácter que asuman en el próximo futuro las relaciones económicas entre los países ricos y los pobres.

Los organismos financieros internacionales han mejorado sustancialmente su marco analítico para alertar sobre el posible endeudamiento insostenible de los países de bajos ingresos. En 2005, el BM y el FMI introdujeron el DSF, que pretendía establecer un análisis de la sostenibilidad de la deuda más completo que el tradicional ASD de la Iniciativa HIPC, donde los umbrales de sostenibilidad para los respectivos coeficientes de endeudamiento se determinasen específicamente para cada país, en función de la calidad de sus instituciones y de sus políticas. Además, el resultado que cada país obtuviese en el DSF pasaría a ser utilizado como criterio para la concesión de ayudas oficiales, y también como sistema de alarma que vigilase a los países que solicitasen contraer nuevos préstamos en el mercado internacional. Posteriormente, el DSF ha sido mejorado, introduciéndose nuevas variables que pretenden analizar la vulnerabilidad de los países de bajos ingresos cuando colocan su renovada capacidad de endeudamiento a disposición de los acreedores privados o cuando experimentan un crecimiento significativo de la deuda doméstica.

Sin embargo, los organismos multilaterales escasamente han pensado en la posibilidad de utilizar el DSF como un instrumento más constructivo que sancionador, que apoyase la elaboración por parte de los países de una estrategia de endeudamiento sostenible a largo plazo, que necesariamente pasa por superar la concepción de la sostenibilidad como un problema de capacidad de pago, es decir, como una mera cuestión de solvencia financiera. En este terreno, se plantean dos cuestiones básicas. Por un lado, plantear un enfoque más ambicioso del alivio de la deuda, que tenga en cuenta no sólo las externalidades negativas que un elevado monto de la deuda externa puede proyectar sobre la inversión y el crecimiento económico, sino también la necesidad de fijar el servicio de la deuda por debajo del umbral que pondría en peligro los programas sociales de lucha contra la pobreza. Por otro lado, desarrollar analíticamente las relaciones estructurales que permitirían establecer un vínculo positivo entre la deuda externa y el desarrollo económico, superando una cierta visión fatalista que viene a indicar que el endeudamiento externo siempre es negativo para los países de bajos ingresos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AIF y FMI (2001): "The Challenge of Maintaining Long-term External Debt Sustainability", *AIF y FMI*, 20 de abril, Washington D.C.
- AIF y FMI (2007): "Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI). Status of Implementation", *AIF y FMI*, 28 de agosto, Washington D.C.
- AIF y FMI (2008a): "Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI). Status of Implementation", *AIF y FMI*, 12 de septiembre, Washington D.C.
- AIF y FMI (2008b): "Staff Guidance Note on the Application of the Joint Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries", *AIF y FMI*, 6 de octubre, Washington D.C.
- Alonso, J.A. y Fitzgerald, V. (eds.) (2003): *Financiación del desarrollo y coherencia en las políticas de los donantes*, Los Libros de La Catarata/ Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Madrid.
- Berlage, L.; Cassimon, D.; Dreze, J. y Reding, P. (2003): "Prospective Aid and Indebtedness Relief: A Proposal", *World Development*, 31(10), 1635-1654.
- Bjerkholt, O. (2004): "New Approaches to Debt Relief and Debt Sustainability in LDCs", *Departamento de Asuntos Económicos y Sociales*, Naciones Unidas, CDP Background Paper n.º 5, Nueva York. Disponible online en: www.un.org
- BM y FMI (2006): "Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief", *BM y FMI*, 6 de noviembre, Washington D.C.
- Caliari, A. (2006): "The New World Bank/IMF Debt Sustainability Framework. A Human Development Assessment", *CIDSE/CI*, Washington D.C., abril. Disponible online en: www.coc.org.
- Cassimon, D.; Moreno-Dodson, B. y Wodon, Q. (2008): "Debt Sustainability for Low-Income Countries: A Review of Standard and Alternative Concepts", *Munich Personal RePEc Archive*, MPRA Paper n.º 11077, Munich, enero. Disponible online en: www.mpra.ub.uni-muenchen.de
- Cassimon, D. y Van Campenhout, B. (2007): "Aid Effectiveness, Debt Relief and Public Finance Response", *World Institute for Development Economics Research*, Research Paper n.º 2007/59, Helsinki, septiembre. Disponible online en: www.wider.unu.edu
- Curbelo, L. (2007): "Del enfoque de capacidad de pago al basado en el desarrollo: una alternativa para la sostenibilidad de la deuda externa", *Comité por la Abolición de la Deuda del Tercer Mundo*, Lieja. Disponible online en: www.cadtm.org.

- Eatwell, J. y Taylor, L. (2005): *Finanzas globales en riesgo. Un análisis de la regulación internacional*, Siglo XXI/CEFIDAR, Buenos Aires.
- Fedelino, A. y Kudina, A. (2003): "Fiscal Sustainability in African HIPC Countries: A Policy Dilemma?", *FMI*, Working Paper 03/187, septiembre, Washington D.C.
- FMI (2003): "Debt Sustainability in Low-Income Countries. Towards a Forward-Looking Strategy", *FMI*, 23 de mayo, Washington D.C.
- FMI y AIF (2004): "Debt Sustainability in Low-Income Countries. Proposal for an Operational Framework and Policy Implications", *FMI y AIF*, 3 de febrero, Washington D.C.
- FMI y AIF (2005): "Operational Framework for Debt Sustainability Assessments in Low-Income Countries. Further Considerations", *FMI y AIF*, 28 de marzo, Washington D.C.
- FMI y AIF (2006): "Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative. Statistical Update", *FMI y AIF*, 21 de marzo, Washington D.C.
- Gunter, B.G. (2007): "MDG-Consistent Debt Sustainability: How to Ease the Tension Between Achieving the MDGs and Maintaining Debt Sustainability", *Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo*, Nueva York, 30 de enero. Disponible online en: www.undp.org.
- Hjertholm, P. (2003): "Theoretical and Empirical Foundations of HIPC Debt Sustainability Targets", *The Journal of Development Studies*, 39, 67-100.
- Hurley, G. (2007): "Multilateral Debt: One Step Forward, How Many Back?", *EURODAD*, Bruselas. Disponible online en: www.eurodad.org.
- Hurley, G. (2008): "Eurodad Responsible Financing Charter", *EURODAD*, Bruselas, 6 de febrero. Disponible online en: www.eurodad.org.
- Kappagoda, N. y Alexander, N.C. (2004): "Debt Sustainability Framework for Low Income Countries: Policy and Resource Implications", documento presentado al *G-24 Technical Group Meeting*, 27 y 28 de septiembre, Washington D.C.
- Kraay, A. y Nehru, V. (2006): "When is External Debt Sustainable?", *The World Bank Economic Review*, 20(3), 341-365.
- Krugman, P. (1988): "Financing versus Forgiving a Debt Overhang", *Journal of Development Economics*, 29(3), 253-268.
- Kuteesa, F.N. y Nabbumba, R. (2004): "HIPC Debt Relief and Poverty Reduction Strategies: Uganda's Experience", en Teunissen y Akkerman (ed.): *HIPC Relief. Myths and Reality*, FONDAD, Ámsterdam. Disponible online en www.fondad.org.
- Martin, M. (2004): "Assessing the HIPC Initiative: The Key Policy Debates", en Teunissen y Akkerman (ed.), *HIPC Relief. Myths and Reality*, FONDAD, Amsterdam. Disponible online en: www.fondad.org.

- Mwaba, A. (2005): "Beyond HIPC: What are the Prospects for Debt Sustainability", *African Development Review*, 17(3), 536-551.
- Naciones Unidas (2004): "Aspectos estratégicos en el manejo de la deuda soberana para un desarrollo sostenible. Documento temático para el diálogo sobre la deuda entre las diferentes partes interesadas", *Departamento de Asuntos Económicos y Sociales*, Naciones Unidas, 15 de octubre. Disponible online en: www.un.org.
- Ndikumana, L. y Boyce, J.K. (2008): "New Estimates of the Capital Flight from Sub-saharan African Countries: Linkages with External Borrowing and Policy Options", *Political Economy Research Institute*, Working Paper n.º 166, Amherst, abril. Disponible online en: www.peri.umass.edu.
- Northover, H. (2003): "An Alternative Approach to Debt Cancellation and New Borrowing for Africa", *Paper for Expert Group Meeting on External Debt*, 17 y 18 de noviembre, Dakar. Disponible online en: www.cafod.org.uk.
- Nureldin, M. y Gunter, B.G. (2005): "External Shocks and the HIPC Initiative: Impacts on Growth and Poverty in Africa", *African Development Review*, 17(3), 461-492.
- Ocampo, J.A.; Kregel, J. y Griffith-Jones, S. (2007): *International Finance and Development*, Zed Books, Londres.
- Oddone, F. (2005): "Una respuesta no adecuada. El nuevo marco de sostenibilidad de la deuda del Banco Mundial/FMI", *EURODAD*, Bruselas. Disponible online en: www.eurodad.org.
- Spratt, S. (2007): "External Debt and the Millennium Development Goals: A New Sustainable Framework", *Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo*, enero, Nueva York. Disponible online en: www.undp.org.
- UNCTAD (2004): "Economic Development in Africa. Debt Sustainability: Oasis or mirage?", *Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo*, Naciones Unidas, Nueva York y Ginebra. Disponible online en: www.un.org.