





# **La sostenibilidad de la deuda de los países de Centroamérica**

**Boletín de Estudios Fiscales No. 19**

Juan José Urbina Membreño  
Abelardo Medina Bermejo

Centroamérica, agosto de 2016

### **Supervisión**

Jonathan Menkos Zeissig – Director ejecutivo, Icefi

### **Coordinación**

Abelardo Medina Bermejo – Economista sénior, Icefi

### **Investigación y redacción**

Juan José Urbina Membreño – Economista investigador, Icefi

Abelardo Medina Bermejo – Economista sénior, Icefi

### **Colaboración especial**

Rodolfo Linares – Economista investigador, Icefi

José Monzón – Asistente de investigación, Icefi

Mark Peñate – Asistente de investigación, Icefi

### **Producción editorial**

Diana De León – Coordinadora de comunicación, Icefi

Gabriela Torres – Asistente de comunicación, Icefi

### **Edición**

Isabel Aguilar Umaña

### **Administración**

Iliana Peña de Barrientos – Coordinadora administrativa y financiera, Icefi

© Instituto Centroamericano de Estudios Fiscales

12 avenida, 14-41 zona 10, Colonia Oakland

PBX (502) 2505-6363

[www.icefi.org](http://www.icefi.org)

### **ISBN:**

Con el apoyo financiero de:



EMBAJADA DE SUECIA

En Icefi consideramos que el conocimiento siempre está en construcción, por lo que cualquier comentario u observación es bienvenido en el correo electrónico [info@icefi.org](mailto:info@icefi.org)

Este documento ha sido elaborado por el Instituto Centroamericano de Estudios Fiscales (Icefi). Su contenido es responsabilidad exclusiva del Icefi; en ningún caso debe considerarse que refleja los puntos de vista de la institución cooperante antes mencionada. Cualquier parte de este volumen puede reproducirse total o parcialmente sin permiso expreso de los autores o editores, siempre y cuando se dé crédito a la publicación y las copias se distribuyan gratuitamente.

Cualquier reproducción comercial requiere previo permiso escrito del Icefi, en cuyo caso cabe dirigirse a: [comunicacion@icefi.org](mailto:comunicacion@icefi.org) y [info@icefi.org](mailto:info@icefi.org). Puede descargarse la versión electrónica en [www.icefi.org](http://www.icefi.org).

---

### **Diseño e impresión:**



3a. avenida 14-62, zona 1

PBX: (502) 2245-8888

[www.serviprensa.com](http://www.serviprensa.com)

**Portada:** Maite Sánchez

**Diagramación:** Elizabeth González

Esta publicación fue impresa en agosto de 2016.

La edición consta de 1000 ejemplares en papel bond beige 80 gramos.

## Resumen

Un buen manejo del endeudamiento público puede resultar en una herramienta fundamental para la promoción del desarrollo de los países. Sin embargo, si el saldo se acumula más allá de la capacidad de pago del país, la deuda se puede convertir en una pesada carga que presiona las finanzas públicas y desvía recursos que podrían ser utilizados para el financiamiento del bienestar social.

Los países de Centroamérica han experimentado problemas en el cumplimiento de los compromisos de la deuda, como consecuencia de la gran cantidad de necesidades de la población, de la insuficiente cantidad de recursos tributarios para financiar los gastos públicos y de la carencia de buenos sistemas de administración pública. Por estas razones han recurrido, en varias oportunidades, a solicitar el perdón de los acreedores o a renegociaciones fuera de mercado, para evitar una crisis fiscal sin precedentes. Actualmente, algunos de ellos se encuentran de nuevo al borde de enfrentar problemas de sostenibilidad fiscal, mientras que otros, para evitar dicha situación, han sacrificado a la población, negando la posibilidad del desarrollo que puede resultar de un endeudamiento bien utilizado.

El propósito del documento es describir los perfiles de la deuda de los países de la región y evaluar su sostenibilidad fiscal de corto y mediano plazos, de tal manera que pueda proporcionar información útil a los Gobiernos para su toma de decisiones fiscales.

*Palabras clave:* Deuda pública, sostenibilidad fiscal, finanzas públicas, indicadores de deuda, crisis fiscal, Centroamérica

## Abstract

Good public debt management can be a fundamental tool to promoting development of the countries. However, if the balance of debt goes beyond the ability to pay, the country's debt it can become a heavy burden, pressing public finances and diverts resources that could be used to finance social welfare.

Central American countries have experienced problems with debt commitments compliance, as a result of both the many needs of the population, insufficient amount of tax revenue to finance public spending, and lack of good public administration systems, therefore, they have resorted several times to ask forgiveness from creditors or renegotiations outside market, to avoid an unprecedented fiscal crisis. Currently, some of them are again on the verge of facing fiscal sustainability problems, while others, trying to avoid this situation, have sacrificed their populations, denying the possibility of development that can result from a well-used debt.

The purpose of the document is to describe the profiles of the debt of the countries of the region, and assess the fiscal sustainability of short and medium term, so that it can provide useful information to governments for making fiscal decisions.

*Keywords:* Public debt, fiscal sustainability, public finance, debt indicators, fiscal crisis, Central America

# Índice

Acrónimos	11
Introducción	13
I. El concepto de deuda y la sostenibilidad de la deuda	21
1.1 La lógica de la contratación de deuda	22
1.1.1 Un modelo sencillo para interpretación	24
1.2 Sostenibilidad desde un enfoque financiero	27
1.3 El concepto de sostenibilidad como equivalente al no incremento	28
1.3.1 Indicadores de vulnerabilidad	29
1.3.2 Indicadores de sostenibilidad	34
II. El perfil de la deuda de Centroamérica	39
2.1 Costa Rica	43
2.2 El Salvador	47
2.3 Guatemala	51
2.4 Honduras	55
2.5 Nicaragua	59
2.6 Panamá	62
III. La medición de la sostenibilidad de la deuda para el caso de Centroamérica	67
3.1 Indicadores de vulnerabilidad	67
3.1.1 Saldo de la deuda como porcentaje del PIB	69
3.1.2 Saldo de la deuda como porcentaje del ingreso presupuestario	70
3.1.3 Saldo de la deuda como porcentaje de los ingresos tributarios	72

3.1.4	Intereses pagados como porcentaje del ingreso presupuestario	73
3.1.5	Intereses pagados como porcentaje del PIB	74
3.1.6	Deuda externa como porcentaje de las exportaciones	75
3.1.7	Servicios de la deuda como porcentaje del ingreso presupuestario	77
3.1.8	Razón entre la amortización de la deuda y sus accesorios y los nuevos desembolsos	78
3.1.9	Deuda per cápita	80
3.2	Indicadores de sostenibilidad	81
3.2.1	Brecha fiscal-crecimiento económico	81
3.2.2	Brecha primaria de corto plazo (Blanchard, 1990)	82
3.2.3	Indicador de brecha tributaria de mediano plazo o indicador de consistencia tributaria (Blanchard, 1990)	84
3.2.4	Déficit primario macroajustado (Talvi & Végh, 2000)	86
IV.	Conclusiones	89
V.	Recomendaciones	97
VI.	Referencias bibliográficas	99
VII.	Anexos	103

## Índice de tablas

Tabla 1.	Centroamérica: síntesis de las características de la deuda regional	42
Tabla 2.	Centroamérica: estimación promedio de los indicadores de vulnerabilidad de la deuda pública de los países de la región durante el período postcrisis (2011-2015)	69
Tabla 3.	Centroamérica: resultados del cálculo del indicador brecha primaria de corto plazo	83

### Tabla Anexos

Tabla A1.	El Salvador: estimación del promedio anual de los indicadores de sostenibilidad fiscal al incluir la deuda del FOP, durante el período postcrisis (2011-2015)	107
Tabla A2.	Nicaragua: estimación promedio de los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública con la inclusión de la deuda por cooperación de PDVSA durante el período postcrisis (2011-2015)	111

## Índice de gráficas

Gráfica 1.	Costa Rica: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)	44
Gráfica 2.	Costa Rica: estructura de la deuda pública de la administración central por acreedor (2004-2015)	45
Gráfica 3.	Costa Rica: destino de la deuda pública contratada (2007-2014)	46
Gráfica 4.	El Salvador: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)	48
Gráfica 5.	El Salvador: estructura de la deuda pública del sector público no financiero por acreedor (2009-2015)	49
Gráfica 6.	El Salvador: destino de la deuda pública contratada (2007-2014)	51
Gráfica 7.	Guatemala: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)	52
Gráfica 8.	Guatemala: estructura de la deuda pública de la administración central por acreedor (2010-2015)	53
Gráfica 9.	Guatemala: destino de la deuda pública contratada (2007-2014)	54
Gráfica 10.	Honduras: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)	56

Gráfica 11. Honduras: Estructura de la deuda pública del sector público no financiero por acreedor (2004-2015)	57
Gráfica 12. Honduras: destino de la deuda pública contratada (2007-2014)	58
Gráfica 13. Nicaragua: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)	60
Gráfica 14. Nicaragua: estructura de la deuda pública del gobierno central por acreedor (2005-2015)	61
Gráfica 15. Panamá: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)	63
Gráfica 16. Panamá: estructura de la deuda pública del sector público no financiero por acreedor (2004-2015)	64
Gráfica 17. Panamá: destino de la deuda pública contratada (2007-2013)	65
Gráfica 18. Centroamérica: saldo de la deuda pública como porcentaje del PIB (2004-2015)	70
Gráfica 19. Centroamérica: saldo de la deuda pública como porcentaje del ingreso presupuestario (2004-2015)	71
Gráfica 20. Centroamérica: saldo de la deuda como porcentaje de los ingresos tributarios (2004-2015)	72
Gráfica 21. Centroamérica: intereses pagados como porcentaje del ingreso presupuestario (2004-2015)	74
Gráfica 22. Centroamérica: intereses pagados como porcentaje del PIB (2004-2015)	75

Gráfica 23. Centroamérica: deuda externa como porcentaje de las exportaciones (2004-2015)	76
Gráfica 24. Centroamérica: servicio de la deuda como porcentaje del ingreso presupuestario (2004-2015)	78
Gráfica 25. Centroamérica: razón entre amortización de la deuda y nuevos desembolsos (2004-2015)	79
Gráfica 26. Centroamérica: deuda per cápita (2011 y 2015)	80
Gráfica 27. Centroamérica: Indicador de la brecha fiscal-crecimiento económico (2004-2015)	82
Gráfica 28. Centroamérica: resultados de la estimación del indicador brecha tributaria de mediano plazo (2015-2018)	85
Gráfica 29. Centroamérica: resultados del indicador déficit primario macroajustado (períodos en estudio)	87

### **Gráficas Anexos**

Gráfica A1. El Salvador: comportamiento de la deuda pública de la administración central y de la derivada por el sistema del FOP, como porcentaje del PIB (2005-2015)	105
Gráfica A2. Comportamiento de la deuda pública de la administración central, con la inclusión de los préstamos por cooperación de PDVSA (2008-2015)	110

## Acrónimos

Banguat	Banco de Guatemala
BCN	Banco Central de Nicaragua
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BM	Banco Mundial
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOP	Fideicomiso de Obligaciones Previsionales
HIPC (siglas en inglés)	Iniciativa de los Países Pobres Altamente Endeudados
Icefi	Instituto de Estudios Fiscales
IFI	Instituciones financieras internacionales
Intosai	Organización Internacional de Entidades Fiscalizadoras Superiores
MEF	Ministerio de Economía y Finanzas de Panamá
Minfin	Ministerio de Finanzas Públicas de Guatemala
PIB	Producto interno bruto
Secmca	Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano
Sefin	Secretaría de Finanzas de Honduras
SPNF	Sector público no financiero
VAN	Valor actual neto



## Introducción

La relación entre el endeudamiento y el desarrollo ha sido una discusión constante en el manejo de las finanzas públicas, dado que, mientras algunos ideólogos parten del axioma de que los Estados únicamente deben financiar sus operaciones por medio de los ingresos corrientes, considerando inapropiada la contratación de deuda pública, otros más vinculados con el desarrollo han logrado establecer que un manejo apropiado y estratégico del endeudamiento puede redundar en la creación de mejores condiciones de vida para la población, generar oportunidades a los grupos que históricamente están marginados de los beneficios que puede crear una economía de mercado orientada al desarrollo social y, por supuesto, el aumento de la infraestructura social y productiva que permita una potenciación de las capacidades tecnológicas y productivas de los empresarios y los trabajadores en general.

En ese sentido, la más importante preocupación de ambos grupos de pensamiento se focaliza en la posibilidad de alcanzar un balance en la utilización de los recursos públicos, de tal manera que no solo se permita la ejecución del gasto público y su consecuente impacto en el bienestar social, sino que la acumulación de deuda no vaya a significar una restricción para las posibilidades de desarrollo de un país.

Dado que el segundo enunciado plantea una situación negativa, en numerosas ocasiones es el que ocupa la mayor atención dentro de la discusión, encaminándose hacia la búsqueda de una respuesta para la siguiente interrogante: ¿Cuál es el nivel de deuda adecuado para cada país que no restrinja sus posibilidades de desarrollo? O en forma más práctica aún, ¿Qué condiciones denotan un nivel insostenible de deuda pública? La respuesta a ambos planteamientos no es tarea fácil y, al existir dificultades teóricas y prácticas para encontrar el nivel de endeudamiento óptimo que corresponda a cada país, debido a la carencia de planes estratégicos y operativos de largo plazo, la mayor parte del esfuerzo teórico se orienta a la determinación de los parámetros que indiquen los niveles de

endeudamiento que puedan ser manejados acorde a las características de las finanzas públicas de los países. Es decir, establecer los niveles de deuda y las características que la hagan sostenible.

El tema de las crisis de insostenibilidad de la deuda pública no es nada nuevo y su historia se remonta a muchos siglos atrás. Es así como el listado de países que han sufrido algún aprieto en el manejo de su saldo de endeudamiento abarca un abanico que incluye a grandes y pequeños, avanzados y subdesarrollados, determinando que una deuda mal manejada no discrimina el tamaño o condición de la nación para impactar sobre su bienestar fiscal.

De acuerdo con Reinhart y Rogoff (2011), la mayoría de los países en todos los continentes ha pasado por fases prolongadas de impago serial sobre su deuda contraída con acreedores extranjeros. Dichos impagos han sido efecto de muchos factores, entre los que destacan los producidos por los choques externos derivados de guerras, desplome del precio de los bienes transables, crisis financieras y, recientemente, por un manejo inadecuado de las finanzas públicas.

Reinhart y Rogoff (2011) definen, al menos, cuatro períodos de desfases en los pagos de la deuda durante el siglo XX:

1. El producido por la gran depresión de los años treinta, en donde la contracción de la economía redujo los recursos de los Gobiernos, mientras la deflación disparó las tasas de interés en términos reales. Esto tuvo como efecto la oleada de impagos más grande de la historia, afectando mayoritariamente a los países vinculados con la primera y segunda Guerra Mundial (Europa y Estados Unidos).
2. La crisis de los años ochenta conocida más comúnmente en Latinoamérica como «la década perdida». Para los países latinoamericanos, la crisis de los años treinta había quedado en el pasado y gozaban de un *boom* en sus economías como consecuencia de un incremento en el precio internacional de sus materias primas, lo que creó la ilusión de que su crecimiento

económico no tendría fin. En el nivel internacional, los bancos comenzaron a prestar dinero producto de los altos superávits de los países productores de petróleo; los recursos fueron colocados en el pujante mercado que Latinoamérica representaba. Sin embargo, la crisis aconteció como consecuencia de un aumento de las tasas de interés de muchos de los países industrializados, por distintos problemas económicos que ocasionaron que los capitales fluyeran hacia mejores posibilidades de rentabilidad a corto plazo. Lo anterior, aunado a una caída en el precio de los bienes exportados de los países latinoamericanos, produjo la declaración de impago de la elevada deuda contraída por México, seguida, casi en forma inmediata, por al menos una docena de países en vías de desarrollo, entre ellos: Argentina, Brasil, Nigeria, Filipinas y Turquía.

3. La crisis asiática de los años noventa. Esta región, que pareció ser inmune a los embates de las crisis mundiales, se mostraba como la nueva oportunidad de inversión debido a sus economías pujantes, título que ostentó Latinoamérica en las décadas anteriores. No obstante, y a pesar de disponer de tasas de crecimiento económico real acelerado y políticas fiscales sólidas, su talón de Aquiles provino de la dificultad de los Gobiernos para sostener su moneda, específicamente para mantener la convertibilidad de un tipo de cambio fijo frente al dólar, lo que en poco tiempo se convirtió en una crisis de confianza general en donde, a pesar de los intentos de refuerzo de las monedas, no se obtuvo el éxito apropiado, lo que llevó a muchas naciones a pedir el apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI) para implementar grandes rescates financieros y, de esa manera, honrar a sus acreedores.
4. Casi al mismo tiempo de la crisis asiática, sucedió una segunda crisis en Latinoamérica que mantuvo sus efectos hasta principios del siglo XXI. A pesar de una historia relativamente reciente de impagos y estancamiento, los acreedores mundiales comenzaron de nuevo a inundar la región latinoamericana con préstamos, ahora basados en bonos internacionales, buscando que con este mecanismo se eliminara el riesgo de

renegociación o prórrogas unilaterales de pago, dado que los bonos se encontraban diseminados entre muchas manos. Nuevamente, los montos de endeudamiento se hicieron más grandes que lo que las economías podían soportar, produciendo que México experimentara una nueva crisis financiera en 1994, seguida una vez más por el mayor impago de Argentina (por cerca de USD95,000 millones de dólares); Brasil, en 1998 y 2002, y el impago de Uruguay, en 2002.

Recientemente, el caso de Grecia acaparó las noticias internacionales y la preocupación aumentó ante posibles problemas de solvencia en España, Portugal, Italia y algunas otras naciones europeas de importancia. En este caso, y a pesar de que existen muchas explicaciones para el impago griego, la más breve y concisa es simplemente que las autoridades del Gobierno durante mucho tiempo gastaron más dinero del que recaudaban y financiaron ese gasto por medio de préstamos, describiendo, además, una trayectoria en donde la deuda y sus intereses se financiaron mediante contrataciones de nueva deuda; es decir, describiendo un esquema tipo *Ponzi*<sup>1</sup>. El intento de corregir esta situación obligó al país a aplicar grandes programas de austeridad, muchos de ellos impuestos por sus acreedores, de tal manera que pudiera liberarse recursos para hacer frente a las obligaciones.

Centroamérica también tiene historia en los problemas de sostenibilidad de la deuda. Por razones de espacio, el análisis se focalizará estrictamente en el período de estudio que se inicia en 2004. Durante este período y previo a la «gran recesión» internacional de 2008-2009, la agenda de la política fiscal de la región centroamericana poco se ocupaba de tratar la sostenibilidad de la deuda. La mayoría de países, con excepción de Honduras y Nicaragua, estaba logrando una reducción en sus niveles de endeudamiento, gracias a crecimientos económicos sostenidos. Nicaragua y Honduras,

---

1 En la atención a la deuda pública, se asume que existe un esquema de endeudamiento tipo Ponzi, cuando el país deudor para hacer frente al servicio de la deuda, adquiere nueva deuda por el monto equivalente, de tal forma que el saldo general de la deuda crece en forma indefinida.

luego de acumular grandes cantidades de deuda, se incorporaron a la Iniciativa de los Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés) con el propósito de recibir el perdón de gran parte de sus empréstitos y, así, lograr nuevamente la sostenibilidad de la deuda pública.

Con la llegada de la crisis económica y financiera internacional, las finanzas públicas de los países de la región se vieron impactadas negativamente. Para 2008 y 2009, la contracción del comercio exterior de la región incidió en una caída sin precedentes del crecimiento de los ingresos de los Gobiernos; en particular, de los tributarios asociados con las importaciones debido a que los impuestos conexos al comercio exterior constituyen un componente significativo de las estructuras tributarias de los países y, por ende, de los ingresos corrientes de los Estados.

En febrero de 2009, el Consejo de Secretarios y Ministros de Finanzas y Hacienda de Centroamérica, Panamá y la República Dominicana (Cosefin) reunido en San José, Costa Rica, destacó la necesidad de fortalecer la protección social y el empleo, así como de asegurar un ritmo de la inversión pública acorde a las necesidades de desarrollo de los países.

En ese sentido, y con el propósito de enfrentar la crisis, los gobiernos de la región adoptaron en forma individual diferentes programas dirigidos a compensar la caída de la actividad económica internacional. Mientras en Guatemala, se dio prioridad a la inversión en infraestructura física y social, en El Salvador, se produjo una elevación de los subsidios a la energía eléctrica, agua, combustibles y transporte, que utilizaron cerca del 1.8% del PIB. Por su parte, Honduras implementó una política de subsidios a los combustibles, así como promovió un incremento a los salarios para compensar el alza a los precios de los alimentos; en Nicaragua, se promovió un aumento al subsidio de combustible para el transporte urbano, un proceso de contención del gasto público, y la implementación de un plan de defensa de la producción, el crecimiento y el empleo. Costa Rica promovió la creación de subsidios a los combustibles para los pescadores, un incremento al

gasto en salud, educación y seguridad, además del otorgamiento de aumentos salariales; mientras Panamá promovió la creación de un subsidio parcial para energía, el otorgamiento de un bono para adultos mayores y la aprobación de una Ley de Responsabilidad Fiscal. (Icefi, 2011)

El incremento del gasto público que representó la adopción de las medidas de política anticíclica descritas, sumado a la caída en los ingresos fiscales, repercutió en aumentos importantes en el déficit fiscal y, consecuentemente, en un alza en la deuda pública de los países de la región.

Lamentablemente, muchas de las políticas contracíclicas de gasto pasaron a formar parte del funcionamiento regular de las administraciones públicas, sin ser acompañadas por reformas tributarias estructurales que permitieran mantener el balance presupuestario. Por ello, los niveles de déficit fiscal se incrementaron y los montos de endeudamiento continuaron creciendo hasta comenzar a levantar señales de alarma en la región, dándole al endeudamiento público un mayor foco de atención que el observado durante los últimos años.

El presente estudio tiene como propósito describir y analizar la situación del endeudamiento de los países centroamericanos desde un enfoque de sostenibilidad, dejando de lado el importante enfoque de suficiencia fiscal y la evaluación de beneficio-costos que implica su adquisición, debido a que no forma parte de los propósitos del mismo.

Para cumplir con los propósitos, el estudio inicia con una revisión de la literatura existente sobre la contratación de deuda y los diferentes indicadores que son utilizados internacionalmente para medir la sostenibilidad fiscal. Posteriormente, se analiza la dinámica del endeudamiento de los países de la región, a partir de la información pública disponible en los sitios oficiales de las instituciones dedicadas al control y registro de la deuda en cada país; todo esto, en el entendido que puede existir deuda no documentada o no reconocida, la cual no se presenta en las cifras

oficiales y por ello no puede ser objeto de evaluación. Un ejemplo de ello, son las deudas que el gobierno de Guatemala tiene con el sistema de seguridad social del país, las cuales no se presentan como parte de las obligaciones pendientes de pago por el Estado. El análisis tampoco considera, debido a que no existe información disponible, la deuda contingente que los Estados podrían adquirir como consecuencia de potenciales moratorias de los gobiernos municipales o de las empresas públicas, incluyendo a los bancos centrales.

El estudio reconoce también que las cifras de la región centroamericana carecen de homogeneidad, por lo que para tratar de alcanzar el máximo grado posible de comparabilidad, se han excluido los datos de la deuda reconocida por El Salvador relacionada con el sistema de previsión social, así como no se incluyen los datos potenciales de la deuda en Nicaragua como consecuencia de la negociación petrolera con Venezuela. Sobre estos casos, se presenta al final del estudio un anexo que contiene las implicaciones de las mismas para cada uno de estos países.

El estudio concluye con la presentación de los resultados de la aplicación de los indicadores de vulnerabilidad y sostenibilidad del manejo de la deuda de corto y mediano plazos, con lo cual se busca establecer la posibilidad de aparición de una crisis fiscal generada por los niveles actuales de endeudamiento.

Los resultados de estudio revelan una tendencia creciente de la deuda de la mayor parte de los países de la región, debido a la imposibilidad de generar superávits primarios que puedan ser utilizados para financiar los montos derivados del servicio de la deuda. De esa forma, ya para 2015, los países de la región presentan un nivel de deuda promedio del 37.9% del PIB, destacando que tres de los mismos ya sobrepasan el límite del 40% del PIB sugerido como máximo por los organismos financieros internacionales. El único país que se mantiene realmente del límite comentado es Guatemala que reporta un nivel de deuda del 24.3% del PIB. En cuando a su capacidad de pago, se encuentra que cuatro de las naciones centroamericanas ya sobrepasan el 250% recomendado como

límite para la relación deuda / ingresos tributarios, siendo ellas Costa Rica, El Salvador, Honduras y Panamá. No obstante, como consecuencia de su reciente reforma fiscal Honduras parece haber revertido dicha tendencia, mientras que Panamá, a diferencia del resto de los demás países centroamericanos, dispone de otras fuentes importantes de ingresos públicos.

El estudio concluye que los países con mayor probabilidad de sufrir una crisis de insostenibilidad fiscal de corto plazo son Costa Rica y El Salvador. El riesgo de Costa Rica deriva, en primer lugar, de los crecientes niveles de déficit fiscal y la elevación del endeudamiento como porcentaje del PIB, sin que medie una propuesta de reforma fiscal que tienda a paliar o resolver su situación. Por su parte, el caso salvadoreño es sumamente complicado atendiendo al hecho que se conjugan diferentes elementos entre los que destacan un bajo nivel de crecimiento económico, una fuerte rigidez institucional, carencia de fuentes de recursos externas, opacidad en el manejo de la deuda de corto plazo, y sobre todo la existencia de una presión muy significativa por el financiamiento del sistema previsional por parte del gobierno salvadoreño.

Los países que tienen menos probabilidad en el corto plazo de verse envueltos en problemas de sostenibilidad fiscal son Nicaragua y Panamá, como consecuencia de un manejo fiscal prudente por parte del primero de ellos, y por las significativas tasas de crecimiento económico que reporta Panamá desde hace varios años.

Dentro de las recomendaciones del estudio están: la necesidad de los países centroamericanos de establecer mecanismos de gestión integral de endeudamiento público, del tal forma que se pueda analizar apropiadamente su relación beneficio-costos, previo a la contratación; la mejora en las prácticas de transparencia que permita una evaluación permanente de la sostenibilidad de la deuda; la necesidad de implementar sistemas de monitoreo permanente que permita definir el nivel apropiado de deuda para cada país de la región, y la recomendación de evaluar los mecanismos de coordinación de la política fiscal con la política monetaria, debido a que en algunos países, parece que la política fiscal está subordinada a la segunda.

## I. El concepto de deuda y la sostenibilidad de la deuda

Conforme a *The Economist* (2010) en su artículo «Debt Sustainability: Which countries have the biggest problems?», la habilidad de un gobierno para honrar su deuda depende de una serie de factores; en particular, del tamaño de la carga de la deuda en relación con el producto interno bruto (PIB); de la tasa de interés pagada por esa deuda con relación a la tasa de crecimiento de la economía; y del tamaño del balance primario del Gobierno, esto es, el superávit o el déficit antes de intereses.

Continúa diciendo *The Economist* que si la tasa de interés pagada por la deuda pública es mayor que la tasa de crecimiento de la economía, el *stock* de la deuda gubernamental crecerá como porcentaje del PIB, a menos que el Gobierno produzca superávits primarios. Esta aritmética sugiere que los países con grandes déficits primarios, grandes *stocks* de deuda y una brecha grande entre la tasa de interés pagada y la tasa de crecimiento son los más vulnerables. Estas afirmaciones sugieren una nueva interpretación del fenómeno de la deuda pública y hacen pensar en la necesidad de un nuevo conjunto de indicadores para interpretar no solo el volumen del endeudamiento, sino la vulnerabilidad del país al monto de la deuda y, sobre todo, la sostenibilidad fiscal de ese comportamiento.

En ese ámbito, la Organización Internacional de Entidades Fiscalizadoras Superiores (Intosai), en el documento «Indicadores de deuda» (Intosai, 2010), realiza una recopilación de los indicadores más comúnmente utilizados para estudiar el comportamiento de la deuda pública, agrupándolos en tres categorías:

1. **Los indicadores de vulnerabilidad**, que miden el riesgo de que las condiciones actuales puedan alterar significativamente el estatus de la deuda.
2. **Los indicadores de sostenibilidad**, que miden, bajo ciertas circunstancias esperadas, si el Gobierno tiene la capacidad de

enfrentar futuras contingencias y mantener su política fiscal en el largo plazo.

3. **Los indicadores financieros de la deuda**, que muestran el comportamiento de los pasivos del Estado como variables de mercado.

La investigación se focalizará en los indicadores clasificados como de vulnerabilidad y de sostenibilidad, especialmente aquellos que están más relacionados e influenciados por el manejo de la política fiscal, con el fin de realizar una acotación en el análisis. Por otra parte, se evitarán los indicadores financieros, los cuales, a pesar de guardar correlación con los resultados fiscales de los países, contienen un alto grado de relación con variables de carácter especulativo del mercado financiero, distanciándolas del accionar de la política fiscal.

## 1.1 La lógica de la contratación de deuda

Parar poder analizar la lógica detrás de la contratación de deuda, podemos usar el símil que existe entre el manejo de las finanzas de una empresa o grupo familiar con la administración de las finanzas por parte de los Gobiernos. En cualquiera de los casos, todos estos grupos se enfrentan al manejo de recursos finitos; es decir, disponen de una determinada cantidad de recursos, los cuales tienen que decidir entre cuántos pueden ahorrar y cuántos pueden consumir tomando en cuenta una posibilidad infinita de necesidades que atender. Esa decisión a la que se enfrentan es la llamada restricción presupuestaria intertemporal, la cual valora los recursos totales disponibles para consumir en la actualidad y la capacidad posterior de generar recursos para atender necesidades actuales y futuras.

El párrafo anterior trata de conceptualizar la forma en que los agentes económicos toman sus decisiones respecto al manejo de sus recursos, considerando la disponibilidad y capacidad de generarlos. En principio, los agentes buscarán satisfacer sus

necesidades con los recursos disponibles; sin embargo, pueden tratar de satisfacer algunas necesidades inmediatas comprometiéndose parte de los recursos futuros; es decir, contrayendo una deuda que deberán solventar. Al igual que un grupo familiar, los Gobiernos de los países enfrentan ciertos gastos o inversiones necesarias que no alcanzan a ser cubiertas por los recursos del período, dada su magnitud o por estar fuera de las posibilidades inmediatas de recursos, haciendo que se vean en la necesidad de recurrir a endeudamiento. Al abrirse esta posibilidad para los Gobiernos, la decisión ahora puede basarse entre utilizar los recursos derivados de los ingresos tradicionales u opciones que involucren el endeudamiento. Así, la deuda pública se convierte en una herramienta que permite la ejecución de proyectos que de otra manera no podrían realizarse.

Entre las razones de un gobierno para endeudarse se encuentran (BID, 2007):

- Costear inversiones nuevas en capital humano y físico.
- Influir en la distribución de los recursos de un país en el tiempo.
- Responder a cambios desfavorables en la coyuntura.
- Satisfacer las necesidades económicas producidas por acontecimientos excepcionales tales como crisis financieras graves o desastres naturales.

No obstante, para que el uso de la deuda sea eficiente, esta debe utilizarse estructuralmente para aumentar el alcance de algún proyecto de obras públicas o de infraestructura social, tanto para mejorar la productividad social como para potenciar el desarrollo social, y no como una salida de corto plazo para enfrentar la escasez de recursos. Por consiguiente, debe utilizarse, en la medida de lo posible, para realizar inversiones que tengan un retorno económico o social para el país en el tiempo, dado que cuando se adquiere un endeudamiento también se adquiere un compromiso que debe solventarse, lo que estaría

comprometiendo los recursos futuros. En consecuencia, podemos decir que existe un *trade-off* en la contratación de deuda pública, entre utilizar los ingresos fiscales actuales y los ingresos fiscales que se puedan generar en el tiempo para maximizar el bienestar de la población.

Los Gobiernos de los países deben solicitar créditos por razones adecuadas; es decir, no sería conveniente solicitar préstamos constantemente para, entre otros aspectos, pagar los salarios de empleados públicos cesantes, o para financiar actividades administrativas que no producen valor agregado, o para destinar los recursos hacia el financiamiento de privilegios a ciertos segmentos económicos, debido a que no existiría un mecanismo concreto de retorno en el mediano y el largo plazos. La falta de una política apropiada para el manejo de la deuda puede producir que se alcance un elevado nivel de endeudamiento, que puede impactar fuertemente en la política fiscal para el desarrollo y limitar las posibilidades de éxito de la política fiscal anticíclica en momentos de crisis. De ahí la importancia de tomar las decisiones adecuadas sobre cómo y cuándo endeudarse (BID, 2007).

### ***1.1.1 Un modelo sencillo para interpretación***

Los agentes económicos privados obedecen, en su decisión individual, a una posición definida sobre su restricción presupuestaria intertemporal. La decisión adoptada permite realizar una distribución de los ingresos disponibles (incluso los acumulados del pasado) y el consumo de bienes y servicios a lo largo del período de vida útil del agente, de tal forma que la satisfacción total que obtiene el individuo se maximiza al definir si difiere o anticipa su consumo; es decir, si se endeuda o si ahorra.

Lo anterior implica que, para los agentes económicos individuales, la maximización de su bienestar se alcanza cuando realiza un acomodo temporal del consumo, a partir del peso que el consumo presente o futuro tiene sobre su bienestar. De esa forma:

$$\text{Bienestar}_i = W_2 \sum_{t=1}^n \text{Consumo futuro}_t + W_1 \text{Consumo}_{t=0}$$

W = Peso relativo sobre el total de bienestar del individuo; la suma de  $W_1$  y  $W_2$  es 100%

t = períodos de vida, que puede interpretarse como número de años. El período  $t = 0$  identifica al presente.

i = identifica al sujeto «i»

De esa forma, la decisión del individuo partirá de establecer qué tipo de consumo le ocasiona más bienestar, si el consumo presente o el futuro, comparándolo con la disponibilidad efectiva de ingresos. Así, si el individuo prefiere el consumo futuro y tiene un remanente de ingresos sobre el consumo que desea realizar en el presente, el individuo será un sujeto que ahorra.

Por su parte, si el individuo prefiere el consumo presente y su disponibilidad de ingresos no le permite alcanzar el consumo que maximiza su bienestar, o el individuo espera un incremento de su nivel de ingresos en el futuro, entonces el sujeto podrá recurrir al endeudamiento.

Por supuesto que ambas decisiones tienen repercusiones presentes y futuras. La decisión de ahorrar implica una contracción del consumo presente, pero si los recursos se colocan en el sistema financiero, tanto los recursos ahorrados, como los intereses devengados por el ahorro, permitirán un mayor consumo en el futuro, acorde con la decisión de bienestar del sujeto.

En sentido contrario, si el sujeto decide anticipar su consumo, el volumen de consumo presente será mayor, pero deberá pagar el costo de anticiparlo, contratando una deuda que devengará intereses y que le hará restringir su consumo futuro, tanto en la dimensión del anticipado, como de los intereses vinculados con la deuda.

El modelo anterior, muy simplificado, parte del supuesto de que la asignación de ingresos presentes y futuros es constante, e ilustra

cómo los individuos prefieren, en términos de su acontecer actual, el consumo presente y futuro, atendiendo al bienestar que les ocasiona.

Pero, ¿qué sucede cuando el valor esperado de los ingresos del futuro es mayor que los ingresos del presente? Y, sobre todo, ¿qué pasa cuando el gasto que se realiza en el presente producirá retornos que permitirán una mejora del bienestar del individuo, quien dispondrá de los recursos necesarios para hacer frente a la deuda?

Así, asumiendo una decisión de anticipo de gasto que se espera que rinda réditos en el futuro, el gasto presente tiene sentido si la sumatoria del bienestar causado, y el aumento en la productividad personal que se manifiesta en los flujos de fondos futuros que generará el gasto realizado, compensan el esfuerzo que implica la deuda, incluyendo los pagos de intereses. Utilizando la terminología del valor actual neto (VAN), la decisión sería válida si:

$$VAN = \Delta \text{Bienestar} + \sum_{t=1}^n ROD_t - \text{Gasto}$$

En donde ROD = Rendimientos obtenidos en el futuro, descontados a una tasa de interés de mercado.

De esa forma, si el VAN es mayor que cero, el gasto, que se traduce en deuda, tendría sentido si el individuo, al anticipar el gasto, mejoró su bienestar y, además, si los flujos de recursos futuros debidamente descontados superan al gasto que originó la deuda.

El enfoque anterior puede perfectamente extrapolarse a la contratación de deuda pública que es adquirida para atender las funciones básicas del Estado. Aun cuando no es limitativo –y el objeto del presente documento no es hacer una apología de las funciones básicas del Estado–, dichas funciones se pueden resumir en las siguientes: a) potenciar el bien común, que se manifiesta en una elevación del bienestar de la población; b) fortalecer la infraestructura física, que se reflejará en un aumento de la productividad de los agentes económicos en el futuro; c) fortalecer la infraestructura

social que permitirá un desarrollo más completo, ordenado, humano y productivo de los individuos de la sociedad. De esa forma, el modelo que podemos utilizar es equivalente al mostrado previamente, en donde la contratación de la deuda es válida si con ella se incrementa el bienestar humano y se fortalecen las capacidades productivas de la sociedad, de tal manera que estas redunden en la generación de retornos futuros que permitan el pago de la deuda.

## 1.2 Sostenibilidad desde un enfoque financiero

Antes de profundizar en el concepto de sostenibilidad, es conveniente introducir el concepto de solvencia financiera. Para tal caso, se conviene en que un gobierno es financieramente solvente cuando puede honrar todos sus compromisos presentes y futuros, incluyendo el compromiso implícito de continuar proveyendo de bienes públicos, servicios, y transferencias en el futuro (FMI, 2006). Cuando dicho compromiso implícito no puede ser factible por escasez de recursos o por gastos extraordinarios, se generará un resultado fiscal deficitario, que producirá la necesidad de recurrir a endeudamientos. Por consiguiente, la solvencia financiera es únicamente una condición necesaria pero no suficiente para determinar la sostenibilidad financiera de un país. Ello hace significativa la incorporación de otros factores que determinan el ingreso, tales como los futuros ingresos que el país pueda obtener, el nivel de crecimiento (de su economía), la tasa de inflación, el nivel de desempleo, el desempeño financiero previo, entre otros, para poder establecer la sostenibilidad (BID, 2007).

Esta labor de evaluación es comúnmente desarrollada por las calificadoras de riesgo, que se valen de variables como las antes mencionadas para asignar una nota a los Gobiernos de cada país, con el fin de establecer la probabilidad de que un Estado soberano se vea imposibilitado o incapacitado de cumplir con sus obligaciones con algún agente acreedor, por razones fuera de los riesgos usuales que surgen de cualquier relación crediticia (económicas, políticas, sociales, etc.). La evaluación asignada a los países los ubica en distintos niveles de puntuación de crédito, los cuales van desde *prime*

(nivel más alto de seguridad de pago), niveles de riesgo especulativo (inversiones con distintos niveles de certeza sobre su pago), hasta el nivel de impago (Moody's, 2016).

De esta forma las calificadoras determinan las condiciones (tasa de interés, plazo, etc.) en que los Gobiernos pueden negociar su endeudamiento en los mercados financieros internacionales. Pero, además, proporcionan un indicador sobre el riesgo de sostenibilidad financiera de la política fiscal, al encontrarse evaluando los factores que afectarán los flujos futuros de recursos de una economía. Por ende, también se vuelve relevante como un indicador de sostenibilidad de la deuda desde un enfoque financiero.

### **1.3 El concepto de sostenibilidad como equivalente al no incremento**

Aun cuando puede expresarse con claridad que un país es solvente cuando tiene la capacidad de atender financieramente sus compromisos presentes y futuros, el concepto de sostenibilidad sigue siendo muy difuso debido a la carencia de mediciones concretas que permitan identificarlo. Pese a que las instituciones financieras internacionales (IFI) hayan emitido diferentes baterías de indicadores, en ciertas circunstancias es difícil determinar cuál es el nivel óptimo de endeudamiento de un país.

En general, se acostumbra decir que un gobierno puede contratar deuda en la medida en que el servicio de esta no condicione o termine siendo una carga demasiado grande para financiar la búsqueda de mejores condiciones de vida de los habitantes. Dicho razonamiento se fundamenta en el hecho de que un alto endeudamiento produce una presión significativa sobre el uso de recursos públicos, de tal forma que puede restringir la inversión pública, la cual es vital para generar encadenamientos y cambios en la estructura productiva presente y futura; pero que, además, es la encargada de mantener en funcionamiento los sistemas de seguridad y protección social, a los que, en caso contrario, muchos habitantes no tendrían acceso.

Otro de los argumentos importantes sobre el porqué los Gobiernos deben mantener un bajo nivel de endeudamiento es debido a que los mismos deben estar preparados para hacer frente a eventos catastróficos (Ostry, Ghosh, & Espinoza, 2015). Así, si acontece una situación excepcionalmente calamitosa, los Gobiernos pueden acceder a realizar contrataciones de préstamos de contingencia, que sirvan para atender a la población, sin que los mismos representen una carga extraordinaria en sus finanzas durante los próximos años.

Ambas consideraciones son de un carácter más teórico que práctico y presentan condiciones ideales por las cuales se deben mantener niveles manejables de endeudamiento. Sin embargo, son limitadas en el sentido de que no alcanzan a definir cuál es el nivel óptimo de la deuda.

Para avanzar en dicha dimensión, distintos esfuerzos se han dedicado a establecer parámetros o reglas fiscales que sirven para establecer luces de alerta sobre la posibilidad de insostenibilidad del endeudamiento, incluso considerando que la sostenibilidad de la deuda se alcanza cuando la misma reporta niveles de crecimiento cero. Por ello, muchos Gobiernos adoptan reglas fiscales explícitas o tácitas sobre estos parámetros para mantener una sanidad en sus finanzas públicas, y acomodan su política fiscal en torno a los valores definidos para los indicadores de sostenibilidad.

Por lo hasta aquí expuesto, en este apartado se presentará una revisión sobre dos tipos de indicadores específicos: indicadores de vulnerabilidad e indicadores de sostenibilidad de la deuda. Ambos son los más comunes y adoptados por las IFI y por los Gobiernos para evaluar su desempeño en el manejo del endeudamiento.

### **1.3.1 Indicadores de vulnerabilidad**

Conforme a lo planteado por Intosai (2010), los indicadores de vulnerabilidad son útiles para determinar la evolución del tamaño de la deuda y la capacidad de pago de los países; se utilizan regularmente porque proporcionan señales sobre el deterioro o mejora

de la posición fiscal del Gobierno. Además, dichos indicadores se emplean con mayor frecuencia dada su facilidad de cálculo y comprensión, al ser la mayoría de ellos *ratios* entre dos variables.

Sin embargo, a pesar de su extenso uso, no existen acuerdos generales sobre los valores críticos que estos deben tomar y, por consiguiente, son comúnmente utilizados los recomendados por las instituciones financieras internacionales, entre ellos, los recomendados por el FMI y el Banco Mundial (BM). Dichas instituciones han creado marcos o metas para las naciones en desarrollo, tal como lo fueron las condiciones propuestas por la iniciativa de condonación de deuda para los países HIPC. Sin embargo, los valores críticos propuestos por las IFI no deben verse como un techo rígido, sino más bien como un valor indicativo para realizar una evaluación generalizada sobre el comportamiento de la deuda, considerando circunstancias relevantes y específicas de cada país (FMI, 2006). A continuación se presenta una descripción de los principales indicadores que serán utilizados para la presente investigación, así como los valores críticos propuestos para cada uno de ellos.

- a. **Saldo de la deuda como porcentaje del PIB.** Esta razón mide el nivel del endeudamiento relativo a la actividad económica del país y asume implícitamente que todos los recursos del PIB son accesibles para financiar la carga del endeudamiento, lo que no es necesariamente cierto. Aun cuando en su génesis contiene un error fundamental, en la práctica, este indicador es considerado como el más importante para medir el grado de endeudamiento, señalando la capacidad de solvencia del Gobierno.

Dicho indicador es uno de los más utilizados; sin embargo, no existe un acuerdo sobre su valor crítico. Distintos documentos del FMI (2002, 2003, 2016) y el BM (2009) sugieren niveles entre el 25 y el 50%, dependiendo de la calidad de las políticas aplicadas por los Gobiernos y el estado de su economía; el valor más usual para evaluar el peso de la deuda en los países de ingresos medio bajo y política fiscal de calidad media es del 40% del PIB.

- b. **Saldo de la deuda como porcentaje del ingreso presupuestario.** Este indicador mide el nivel del endeudamiento relativo a la capacidad gubernamental de pago, la cual se manifiesta en el volumen de ingresos obtenidos. El cociente muestra el número de años de ingresos requeridos para pagar el saldo total de la deuda (Paunovic, 2005). Es importante comentar que, a partir de este indicador, un mismo nivel de endeudamiento con relación al PIB puede arrojar distintos resultados, pues esta razón refleja el tamaño del Gobierno al relacionar la carga que implica la deuda sobre la capacidad del Estado para captar ingresos.

Este indicador sirve para matizar el indicador deuda/PIB, dado que muestra la carga sobre la capacidad gubernamental de captar ingresos. De acuerdo con el marco de sostenibilidad de la deuda del FMI (DSF, por sus siglas en inglés) (FMI, 2016), los valores críticos de este indicador se sitúan entre el 200 y el 300%, también dependiendo de la calidad de las políticas aplicadas por los Gobiernos y el estado de su economía.

- c. **Saldo de la deuda como porcentaje de los ingresos tributarios.** Este indicador es una derivación del anterior. Sirve para contrastar la capacidad de pago de los Gobiernos, partiendo de sus ingresos tributarios. En general, en términos estrictamente financieros, es una especie de «prueba de ácido»<sup>2</sup>, pues limita los ingresos fiscales a aquellos que efectivamente derivan de la capacidad coercitiva del Estado.

En el caso de Centroamérica, la mayor parte de las naciones depende casi exclusivamente de sus ingresos tributarios, por lo que este indicador es más eficaz en cuanto a establecer la capacidad efectiva de pago del país; sin embargo, para el caso de Panamá, en donde solo el 69.7% de los ingresos del gobierno central provienen de tributos, no necesariamente constituye una buena medida.

---

2 La prueba del ácido también se conoce como índice de solvencia inmediata y mide la capacidad del ente o empresa de atender sus obligaciones más urgentes o exigibles con los activos realmente disponibles. ([www.eco-finanzas.com](http://www.eco-finanzas.com))

De acuerdo con la literatura existente, el valor crítico de este indicador se sitúa en un 250%, el cual fue establecido en el marco de los acuerdos para los países que formaron parte de la iniciativa HIPC (FMI, 2003).

- d. **Intereses pagados como porcentaje del ingreso presupuestario.** Este indicador mide el costo de los intereses que derivan del servicio de la deuda, en términos de la captación fiscal de un país. Esta razón usualmente es utilizada como la tolerancia de los ingresos públicos a incrementos en las erogaciones no productivas, es decir, no producirán un retorno presente o futuro. De acuerdo con un estudio realizado por el FMI (2013), el límite para una economía emergente se ubica en 26%.
- e. **Intereses pagados como porcentaje del PI.** Este indicador muestra qué tan onerosos resultan los intereses de la deuda pública para el país. También puede ser interpretado como las posibilidades de un país de responder ante erogaciones no productivas. El valor crítico para este indicador se ubica en un 3%, de acuerdo con la revisión realizada por Paunovic (2004).
- f. **Deuda externa como porcentaje de las exportaciones –si el propósito es analizar únicamente la vulnerabilidad del país a la deuda que debe ser pagada con agentes económicos externos–** Esta relación mide el nivel de deuda externa como proporción de las exportaciones de bienes y servicios. Esta razón debe acompañarse del servicio de la deuda como porcentaje de las exportaciones, relación que compara las erogaciones no productivas con el nivel de captación de divisas. El valor crítico de este indicador fue determinado para los países que entraron en la iniciativa HIPC, en cuyo marco se estableció que no debería exceder el límite de 150%.

Es pertinente reconocer que este indicador fue sumamente popular durante la gran crisis de la deuda de los años ochenta

en los países en desarrollo, debido a que los principales acreedores eran residentes de otros países y atender esta deuda implicaba la obtención de recursos externos en moneda extranjera, normalmente por exportaciones. Sin embargo, la liberalización de los tipos de cambio, el incremento de la movilidad internacional de los capitales y sobre todo la dolarización de algunas economías de la región, ha hecho que este indicador pierda utilidad y vigencia.

- g. Servicios de la deuda como porcentaje del ingreso presupuestario.** Este indicador mide la capacidad del Gobierno de pagar el servicio de la deuda con fuentes propias. Se define al servicio de la deuda como la suma del interés y el capital que deben ser amortizados de manera anual para mantener vigente los empréstitos; así, el indicador mostraría cuál es la carga que este servicio representa para los ingresos generados por el Estado y que, de alguna forma, limita las posibilidades de utilizar los recursos para otros destinos específicos, especialmente los vinculados con el desarrollo social.
- h. Razón entre la amortización de la deuda y nuevos desembolsos.** Esta relación mide el nivel de amortización como proporción del pago de la deuda. Este indicador, que se entiende como una razón rotatoria, sugiere cuándo un país se encuentra refinanciando su deuda con nuevas emisiones. Si esta razón es superior a cien, entonces la deuda no se refinancia con nueva deuda, reduciendo la dinámica existente de endeudamiento; en sentido contrario, la economía se encuentra tomando un esquema de endeudamiento similar a *Ponzi*; es decir se encuentra financiando su deuda mediante la contratación de nueva deuda.
- i. Deuda per cápita.** Este indicador se utiliza regularmente para medir la magnitud del endeudamiento público en función de la población de un país. Denota cuánto tendría que aportar cada persona para poder honrar el nivel de endeudamiento vigente en cierto momento específico del tiempo.

Sin embargo, aun cuando su planteamiento es simple y de fácil comprensión, su interpretación debe tomarse con cuidado, debido a que el índice no tiene la capacidad de medir el peso relativo que el endeudamiento significa para los habitantes de diferentes países, debido a que no toma en consideración la capacidad económica o el nivel de vida de los habitantes de cada nación. De esa forma, si dos diferentes países tienen una deuda per cápita de USD1,000.00, el peso relativo no será igual para cada país, si las poblaciones tienen diferentes ingresos medios.

Además, con un mayor nivel de profundidad también debe considerarse que existen diferencias en la estructura temporal de las deudas y la composición etárea de la sociedad, por lo que el peso relativo de la deuda sobre la población estará sujeto a los vencimientos de las obligaciones y a la superposición generacional.

### **1.3.2 *Indicadores de sostenibilidad***

La génesis de estos indicadores data de los problemas estructurales que empezaron a experimentar los países como consecuencia de la existencia de déficits fiscales persistentes y la acumulación permanente de deuda pública. Su propósito es tratar de dar cuenta de los aspectos intertemporales de las finanzas públicas, a partir de información disponible año con año.

Según la teoría económica, la política fiscal satisface la condición de solvencia cuando los superávits primarios futuros de un Estado equivalen al monto de la deuda pública, en términos del valor presente neto de ambas variables. Por consiguiente, muchos de estos indicadores miden el esfuerzo necesario para que la razón deuda/PIB se mantenga en su nivel actual, por lo que en esencia se entiende que sostenibilidad implica no incremento relativo más allá del observado en el presente (Paunovic, 2005).

Para la presente investigación se han tomado los indicadores propuestos por la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario

Centroamericano (Secmca, 2002) y por la Organización Internacional de las Entidades Fiscalizadoras Superiores (Intosai, 2010); también se tomó en cuenta algunos otros indicadores propuestos por distintos estudios regionales. A continuación los indicadores considerados, así como las condiciones de cada uno de ellos para denotar la existencia de insostenibilidad.

- a. **La brecha fiscal-crecimiento económico** (Acevedo, 2001)  
Mide el ajuste en el resultado fiscal del Gobierno consecuente con el compromiso de mantener una relación deuda/PIB constante. El indicador establece que para mantener constante la relación « $d^*$ » debe alcanzarse un nivel « $y$ » de resultado fiscal, el cual será convergente con la tasa de crecimiento « $b$ » del PIB. Está dado por la expresión:

$$\frac{d^*}{y} = b$$

En donde,

$d^*$  = resultado fiscal deseado / PIB

$d$  = resultado fiscal observado / PIB

$y$  = tasa de crecimiento del PIB nominal

$b$  = deuda / PIB

El indicador puede encontrar evidencia de insostenibilidad en la política fiscal cuando se comparan los resultados fiscales observados o proyectados, con los niveles de resultado final deseado. Los criterios son los siguientes:

- $d - d^* \geq 0$ , no existe evidencia de insostenibilidad de la política fiscal. Por lo tanto, el Gobierno puede aumentar el gasto y/o reducir los impuestos en  $(d - d^*)$ .
- $d - d^* < 0$ , existe evidencia de insostenibilidad de la política fiscal. El Gobierno debe reducir el gasto y/o aumentar los ingresos en  $|d - d^*|$ .

- b. **Brecha primaria de corto plazo** (Blanchard, 1990). Este indicador proporciona el nivel de superávit primario permanente necesario para estabilizar la deuda en proporción al PIB en su nivel actual. Está determinado por la expresión siguiente:

$$sp^* - sp = (y - r_t)b - sp$$

En donde,

$sp^*$  = superávit primario permanente necesario para estabilizar la deuda

$sp$  = superávit primario actual

$r$  = tasa de interés tendencial

$b$  = deuda/PIB

$y$  = tasa de crecimiento del PIB

Así, cuando el superávit primario permanente necesario es superior al superávit primario actual u observado, la política fiscal no es sostenible. El criterio de sostenibilidad entonces queda determinado por las siguientes condiciones:

- $sp^* - sp \leq 0$ , no existe evidencia de insostenibilidad en la política fiscal. Se tiende a reducir la deuda en relación con el producto.
  - $sp^* - sp > 0$ , existe evidencia de insostenibilidad en la política fiscal. Se tiende a aumentar la deuda en relación con el producto.
- c. **Indicador de brecha tributaria de mediano plazo o indicador de consistencia tributaria** (Blanchard, 1990). Este indicador es una extensión del anterior. Sin embargo, busca resolver la volatilidad del gasto e ingresos fiscales proyectados, para lo cual se recomienda utilizar promedios de años de los gastos públicos. La expresión del indicador queda entonces determinada por la siguiente función:

$$t_n^* - t = \frac{\sum_i^n g}{n} + (r - y)b_0 - t$$

En donde,

$g$  = gasto público ( $-intereses$ )/PIB

$b_0$  = deuda/PIB actual

$t$  = ingresos públicos totales observados

$t^*$  = ingresos públicos totales necesarios

$y$  = tasa de crecimiento del PIB

Para la interpretación del coeficiente, se procede a restar los intereses del gasto, dado que los pagos por intereses no pueden modificarse por las autoridades en un período determinado, ya que están plenamente comprometidos. Y, por consiguiente, se esperaría que los ajustes se realicen vía ingreso o gastos y que las autoridades fiscales asuman compromisos para obtener superávit primarios suficientes para cubrir los intereses reales pagados por la deuda existente, de manera que no se altere el nivel de deuda.

De esta forma se obtiene un nuevo criterio para determinar si existe evidencia de insostenibilidad en la política fiscal, cuyas bases son las siguientes:

- $t_n^* - t \leq 0$ , los ingresos observados son mayores a los ingresos necesarios para mantener el nivel de deuda constante, por ello, no existe evidencia de insostenibilidad en la política fiscal. El Gobierno podría aumentar el gasto o reducir impuestos en el monto de la diferencia.
- $t_n^* - t > 0$ , los ingresos observados son menores a los ingresos necesarios para mantener el nivel de deuda constante, existe evidencia de insostenibilidad en la política fiscal. El Gobierno podría reducir el gasto y/o aumentar los impuestos en el monto de la diferencia.

**d. Déficit primario macroajustado** (Talvi & Végh, 2000). Este indicador presenta la diferencia entre dos distintos balances primarios permanentes, en donde el primer término equivale al pago efectivo de intereses sobre la deuda inicial bajo

condiciones de viabilidad fiscal, y el segundo es el resultado fiscal primario permanente que se planea ejecutar. Su expresión es:

$$I_t^* \equiv \left( \frac{r - y}{1 + y} \right) b_{t-1} - d_t^*$$

En donde,

$I_t^*$  = indicador de sostenibilidad fiscal

$r$  = tasa de interés real

$y$  = tasa de crecimiento económico

$b_{t-1}$  = deuda del período anterior / PIB

$d_t^*$  = resultado fiscal primario permanente o planeado del período actual/PIB

Tal como se planteó para los indicadores anteriores, la única condición necesaria y suficiente para afirmar que existe evidencia de ausencia de insostenibilidad en la política fiscal es que exista un resultado fiscal primario permanente que sea mayor al servicio de intereses de la deuda pública/PIB inicial. Esto determina el criterio para decidir si existe evidencia de insostenibilidad fiscal, de la siguiente manera:

- $I_t^* \leq 0$ , la política fiscal planeada a partir de « $t$ » no es insostenible en un sentido *ex ante*, puesto que el resultado fiscal primario permanente o planeado es mayor o igual al pago efectivo de intereses sobre la deuda inicial.
- $I_t^* > 0$ , la política fiscal planeada *ex ante* da muestras de insostenibilidad, pues el resultado fiscal primario permanente planeado es insuficiente para cubrir el pago efectivo de intereses sobre la deuda pública.

## II. El perfil de la deuda de Centroamérica

Cada uno de los países de la región posee características propias en el manejo de sus finanzas públicas, lo que, sumado a las diferencias en la manera de realizar los registros y en la disponibilidad efectiva de información sobre el particular, hace sumamente complejo el análisis y la comparabilidad de las cifras. Es por eso que, durante los siguientes apartados, se presentan las cifras pertinentes y un breve análisis del comportamiento general del monto total de endeudamiento interno y externo; la deuda como porcentaje del PIB; la composición de la deuda por acreedor en cada uno de los países y, finalmente, el destino que las naciones de la región han dado a los recursos obtenidos de la deuda. Ello, con el propósito de establecer de manera resumida el perfil de endeudamiento de cada nación centroamericana, como fase previa a evaluar la sostenibilidad y vulnerabilidad de la deuda pública de la región.

El período de estudio abarca de 2004 a 2015; sin embargo, con el propósito de aislar los efectos generados por la crisis financiera internacional de la década pasada sobre las finanzas públicas de la región, se realizó una separación en tres subperíodos con particularidades propias. El período precrisis incluye los datos de 2004 a 2007; el período de crisis incluye de 2008 a 2010, y la postcrisis considera los años de 2011 a 2015. Para efectos de la evaluación posterior de la sostenibilidad fiscal, se pondrá especial énfasis en este último período, atendiendo a que es el que en mayor medida muestra la trayectoria y características de endeudamiento actual.

Los datos obtenidos de los países de Centroamérica muestran que para 2015, se reporta una deuda promedio simple de la región equivalente al 37.9% del PIB. Tres de los países reportan deudas por encima de 40%, siendo ellos Honduras, El Salvador y Costa Rica, con 46.2, 45.0 y 42.7% del PIB, respectivamente, lo que los

coloca en el análisis preliminar como aquellas naciones con mayor probabilidad de reflejar insostenibilidad. El país de la región con menos deuda acumulada es Guatemala, que, como consecuencia de la utilización de una aparente regla fiscal implícita vinculada a la muy estricta política monetaria de este país, solo reporta 24.3% del PIB para 2015.

En cuanto a la composición de la deuda considerando el origen de los recursos, se observa que en promedio la región centroamericana obtuvo durante el período postcrisis, el 59.3% de los fondos procedentes de acreedores externos, mientras que solo el 40.7% de los recursos provienen de fuentes internas. No obstante lo anterior, existen fuertes discrepancias en la política de endeudamiento de cada nación, debido a que mientras que en Panamá, Nicaragua y El Salvador predomina un fuerte sesgo hacia el endeudamiento externo, reportando el 79.2, 77.4 y 68.1% del total de su deuda, respectivamente; Costa Rica y Guatemala tienen preferencias por el endeudamiento interno. Respecto a Panamá y El Salvador su preferencia por el endeudamiento externo está vinculado a la dolarización de su sistema monetario; mientras que Nicaragua tiene un tratamiento concesional derivado de haber sido calificado en el pasado dentro de la Iniciativa de los Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC por sus siglas en inglés). Por su parte, Costa Rica prefiere el endeudamiento interno debido a que la mayor parte de los acreedores tienen también vinculación al sistema público, lo que hace más fácil el trámite de la deuda y le reduce riesgo por la volatilidad cambiaria.

En cuanto a la estructura por acreedor, se puede establecer que en promedio para el período postcrisis, el 60.9% de la deuda se encuentra en manos privadas, mientras que solo el 30.3% deriva de negociaciones con organismos multilaterales y el 8.8% es producto de negociaciones bilaterales. Los países con preferencia por colocación en manos privadas son Costa Rica, Panamá y

El Salvador, con 93.9, 79.4 y 63.0% del total de su deuda, respectivamente. En el caso de Costa Rica, como fuera anotado anteriormente, dentro de la colocación se registran los entes ajenos al Gobierno Central, pero que en muchos casos también son de propiedad pública; mientras que la situación de Panamá y El Salvador es explicable por la facilidad de endeudamiento en moneda extranjera. El único país con un comportamiento diferente en la composición por acreedor es Nicaragua, debido a que la mayor parte de su deuda se encuentra en manos de organismos multilaterales (46.9%).

En cuanto al destino de la deuda, se observa que los principales son los rubros de servicios públicos generales y asuntos económicos, que concentran en promedio el 38.1 y 28.0% de la deuda adquirida, respectivamente. Los rubros de educación, salud y protección social únicamente reportan destinos del orden de 4.7, 8.7 y 7.1% del total de la deuda, respectivamente. Esta composición ofrece un resultado particularmente interesante, debido a que el rubro de servicios públicos generales implica normalmente que los países prefieren la contratación de deuda para pagar la deuda de períodos pasados, destacando Costa Rica y Guatemala con 65.8 y 65.0% respectivamente; en segundo lugar se muestra que los países de la región tienen preferencia por la construcción de infraestructura física, usualmente carreteras, que se encuentra contenido en el rubro de asuntos económicos, destacando el esfuerzo de Panamá que destina el 56.8% de la deuda contraída y Honduras con 32.9%. Lamentablemente los resultados obtenidos parecen indicar que los países de la región están poco preocupados en destinar recursos de deuda para la construcción de infraestructura social y bienestar para sus habitantes, rescatando las excepciones de El Salvador que destina el 11.5% de la deuda contratada al rubro de educación; Costa Rica con el 22.3% de la deuda para salud, y Honduras con el 19.2% de los empréstitos para la protección social.

Tabla 1. Centroamérica: síntesis de las características de la deuda regional

País	Deuda / PIB (2015)	Estructura porcentual por origen (promedio 2011-2015)		Estructura porcentual por acreedor (promedio 2011-2015)			Estructura porcentual por destino (Promedio 2011-2014)					
		Interna	Externa	Bilateral	Multilateral	Privados	Servicios públicos generales	Asuntos económicos	Educación	Salud	Protección social	Otros
Costa Rica	42.7%	79.2%	20.8%	0.4%	5.7%	93.9%	65.8%	2.2%	1.7%	22.3%	2.3%	5.8%
El Salvador	45.0%	31.9%	68.1%	4.5%	32.5%	63.0%	28.8%	28.3%	11.5%	7.9%	7.6%	15.9%
Guatemala	24.3%	50.1%	49.9%	2.6%	36.5%	60.9%	65.0%	20.0%	3.1%	6.6%	4.3%	0.9%
Honduras	46.2%	39.8%	60.2%	10.3%	41.6%	48.2%	26.9%	32.9%	5.9%	4.6%	19.2%	10.5%
Nicaragua	30.7%	22.6%	77.4%	33.2%	46.9%	19.9%	-	-	-	-	-	-
Panamá a/	38.5%	20.8%	79.2%	1.9%	18.8%	79.4%	4.3%	56.8%	1.3%	2.2%	2.0%	33.5%
Promedio	37.9%	40.7%	59.3%	8.8%	30.3%	60.9%	38.1%	28.0%	4.7%	8.7%	7.1%	13.3%

a/ La estructura porcentual por destino corresponde a la ejecución promedio entre 2011 - 2013

**Fuente:** Icfef con base a datos oficiales de los países.

## 2.1 Costa Rica

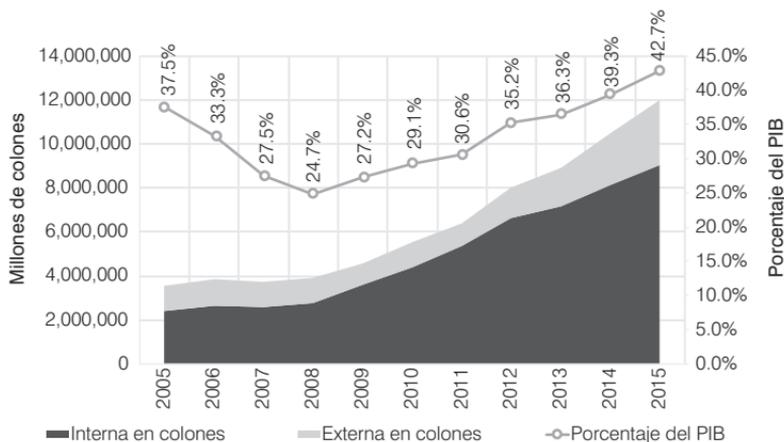
Durante el período precrisis, a pesar de mantener sus montos de endeudamiento nominal relativamente constantes, Costa Rica logró una disminución de la razón deuda/PIB, la cual era producto del acelerado crecimiento real de su economía, que promedió un 6.5% entre 2005 y 2007. Sin embargo, durante el período de crisis, especialmente como resultado de la implementación de políticas públicas contracíclicas, el monto de endeudamiento nominal sufrió una fuerte escalada al reportar un aumento a una razón cercana al 14.4%.

De acuerdo a Academia CA (2015), entre las políticas contracíclicas implementadas durante el período de crisis, se encuentra la aplicación del llamado «Plan Escudo» dirigido a la protección social y al estímulo económico, el cual fue dirigido hacia cuatro grupos fundamentales:

- a) Las familias que registraron incrementos del 15% en las pensiones para los regímenes no contributivos y aumento de programas sociales;
- b) Los trabajadores, por medio del reforzamiento del sector público como empleador. Para el efecto, el gobierno destinó recursos equivalentes al 5% del PIB;
- c) Las empresas a quienes se consignó recursos de inversión para la infraestructura educativa y la red vial;
- d) El sector financiero que recibió la capitalización de los bancos del Estado, por USD117.5 millones

Los gastos extraordinarios mencionados presionaron las finanzas públicas, llevándolas a niveles deficitarios que durante el período postcrisis se han mantenido por encima del 5% del PIB. Por ello, aun cuando la economía costarricense ha logrado incrementos reales del orden del 3.9%, el monto de endeudamiento total se ha incrementado un 18.0% en los últimos siete años de gestión financiera, hasta alcanzar el 42.7% del PIB en 2015.

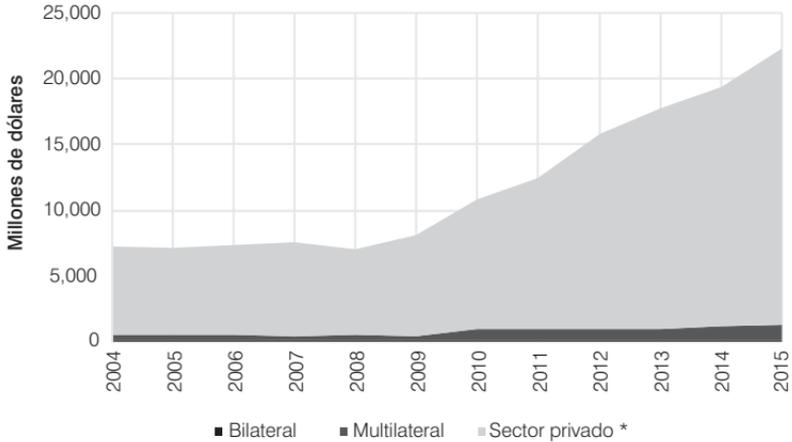
**Gráfica 1. Costa Rica: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)**



**Fuente:** Icofi, con base en cifras del Ministerio de Hacienda de Costa Rica.

Para poder cubrir los montos crecientes del déficit fiscal, el Gobierno de Costa Rica ha optado por financiarse por medio de endeudamiento interno, con la idea de simplificar el procedimiento de endeudamiento, debido a que en su mayoría la deuda ha sido adquirida por instituciones del Estado, según los reportes del Banco Central de Costa Rica (BCCR, 2016); además, atendiendo a las características de la política monetaria del país y a la práctica de devaluaciones programadas, la contratación de deuda con residentes internos reduce el impacto que el aumento del valor de la moneda extranjera puede producir sobre las obligaciones del país. La deuda interna costarricense representa alrededor del 80% de la deuda total contratada en el período postcrisis y de la cual, para 2015, el 44.8% se encontraba contratado por acreedores privados; 46%, en manos de instituciones estatales (bancos nacionales, instituciones del sector público no financiero, instituciones del sector público no bancario); y el 9.2% restante, por el resto del sector público (Instituto Costarricense de Seguros, Caja Costarricense del Seguro Social, Refinadora Costarricense de Petróleo, entre otras instituciones).

**Gráfica 2. Costa Rica: estructura de la deuda pública de la administración central por acreedor (2004-2015)**



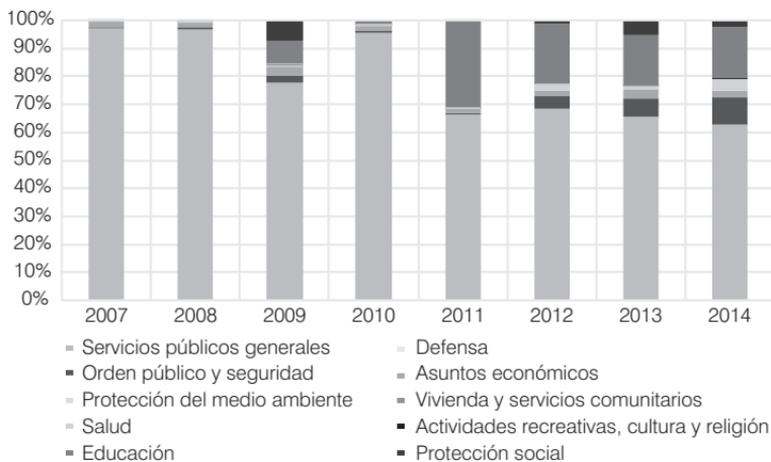
**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Ministerio de Hacienda de Costa Rica.

**Nota:** Para mantener la homogeneidad en el análisis, dentro del grupo «acreedor del sector privado» fueron incluidos los bonos del gobierno central en manos de entidades del Estado.

Por otro lado y con respecto al destino del endeudamiento de Costa Rica, se encuentra que para el período 2011-2014, el 65% ha sido dirigido a apoyar el gasto por servicios públicos generales. De ese porcentaje, en promedio, cerca del 70% fue utilizado para transacciones de la deuda pública; es decir, para el pago de intereses y amortizaciones. Esta práctica estaría denotando la existencia de un esquema similar a *Ponzi*, en el cual se contrata deuda para pagar deuda, sin que medien nuevos retornos sociales o económicos para el país. Esta situación sugiere que el país tiene la incapacidad de generar superávits primarios para atender el servicio de la deuda, por lo que, como muestra de una fragilidad concreta en el manejo de las finanzas públicas, su único camino es endeudarse tanto para atender el servicio de la deuda pasada, como para cubrir los nuevos déficits fiscales.

No obstante, es importante destacar que durante los últimos años el endeudamiento destinado a educación representó una mayor proporción del total –20%, en promedio–, en donde cerca del 90% fue destinado a enseñanza preescolar y enseñanza primaria. Esto indica que el Gobierno de Costa Rica está tratando de apostarle al fortalecimiento de las capacidades tecnológicas y de capital humano, para reconvertir y potencialmente transformar sus capacidades productivas futuras. La función de orden público y seguridad ocupa el tercer lugar sobre el destino del endeudamiento.

**Gráfica 3. Costa Rica: destino de la deuda pública contratada (2007-2014)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Ministerio de Hacienda de Costa Rica.

## 2.2 El Salvador

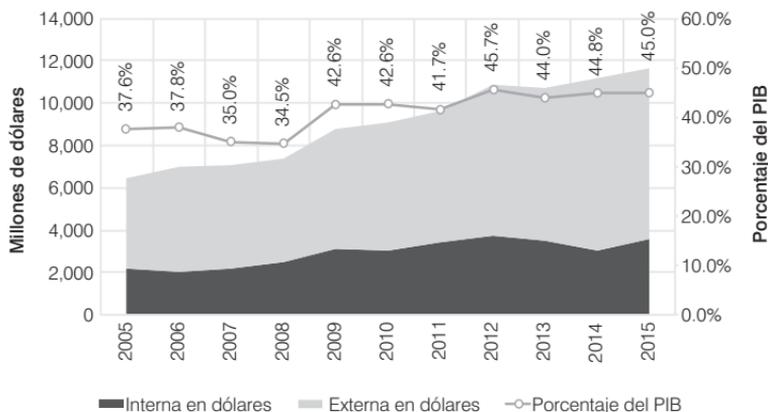
Durante el período precrisis, El Salvador logró una disminución de la razón deuda/PIB, como consecuencia de haber alcanzado niveles de crecimiento económico por el orden del 3.8% anual, superior a la tasa de aumento de la deuda pública; por ello, de 2004 a 2008 el tamaño de la deuda se redujo del 37.6 al 34.5%. Sin embargo, con el inicio de la crisis y especialmente como consecuencia de la implementación de políticas contracíclicas, la reducción del ritmo de crecimiento económico y la implementación de una nueva visión de políticas públicas vinculadas con la toma de posesión del primer gobierno del Frente Farabundo Martí para la Liberación Nacional (FMLN), con posiciones políticas de izquierda, la razón de endeudamiento pasó de un promedio del 36.8% del PIB durante el período precrisis, a promediar un 39.9% durante el período de crisis.

Lamentablemente para el caso salvadoreño, la finalización del período de crisis no significó la conclusión del incremento del nivel de deuda, debido tanto a un relativo estancamiento económico real que registra tasas de crecimiento medio del orden del 2%, como a la adopción por parte del Gobierno de los costos vinculados con el sistema previsional que fuera transformado hacia finales del período precrisis a un sistema de capitalización (ver Anexo 1 para un mayor detalle). Para tratar de paliar esta situación, las finanzas públicas del gobierno central han necesitado ser fuertemente restrictivas, logrando mantener dicho endeudamiento en niveles cercanos al 44.0% del PIB y, de esa forma, liberar recursos para atender los saldos de la deuda derivados del sistema previsional. El esfuerzo del Gobierno salvadoreño por mantener el volumen de endeudamiento con respecto al PIB representa una regla fiscal implícita que se atiende para garantizar una sostenibilidad fiscal relativa, identificada con crecimiento de la deuda pública cercano a cero.

Es pertinente comentar que, aun cuando la deuda del gobierno central de El Salvador parece haberse estabilizado en los últimos años, la opacidad en la administración del sistema presupuestario

produce resultados artificiales por la administración fuera de control del endeudamiento de corto plazo, específicamente por su dinámica en la contratación de Letras de Tesorería (Letes), lo cual tuvo su clímax durante 2015, cuando fue detenida por la Sala de lo Constitucional una emisión de USD900 millones de eurobonos para reconversión de dichos instrumentos, por presentar anomalías en su aprobación. De haberse realizado esta colocación, el indicador hubiera cerrado en un 48.5% del PIB, en lugar del 45.0% que presentan las cifras oficiales, por lo que existe un componente de deuda flotante no registrada que, en muchos casos, está fuera del control del mismo Gobierno.

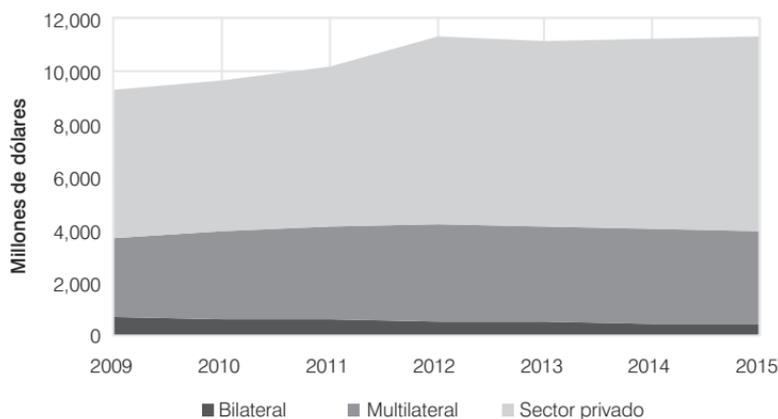
**Gráfica 4. El Salvador: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Ministerio de Hacienda de El Salvador y el Banco Central de Reserva.

Según las estadísticas obtenidas, la mayor proporción del saldo de la deuda ha sido colocada externamente, al extremo que representa alrededor del 70% de los montos de los últimos años. Esto es fácilmente explicable si se toma en consideración que El Salvador dispone de una economía dolarizada en donde la contratación con fuerzas internas o externas prácticamente es indiferente para efectos de control monetario, debido a que el Banco Central de Reserva carece de herramientas de política monetaria. Por otra parte, la estructura del endeudamiento por acreedor se ha mantenido sin mayores variaciones a lo largo del período en estudio, con excepción del notable incremento en la tenencia por parte de los acreedores privados a partir de 2012. En términos generales, la estructura de la tenencia de la deuda está compuesta por alrededor del 32% de endeudamiento multilateral, con un 65% en manos de acreedores privados. En la deuda en manos privadas, un 16% se encuentra en tenedores de bonos, mientras que el resto lo poseen organizaciones crediticias (MH, 2016).

**Gráfica 5. El Salvador: estructura de la deuda pública del sector público no financiero por acreedor (2009-2015)**



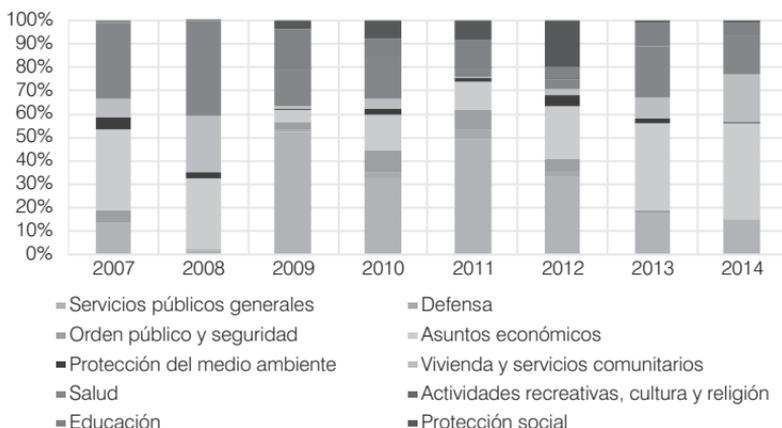
**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Ministerio de Hacienda de El Salvador y el Banco Central de Reserva.

La información disponible sobre el destino del endeudamiento salvadoreño se limita únicamente a los préstamos externos que el Gobierno realiza. Ello, como consecuencia de las prácticas de registro de las cuentas públicas, en donde los recursos obtenidos por emisión de bonos pasan a formar parte del fondo general y, por consiguiente, se imposibilita trazar su uso. Esta práctica, al igual que los señalamientos de la opacidad en la ejecución de Letes, representa aspectos que deben mejorarse para optimizar la transparencia y la rendición de cuentas futura.

Un ejemplo de lo anterior es la reconversión de Letes realizada en 2014 por un monto de USD1,123.7 millones, la cual fue solventada, según los registros, mediante recursos del fondo general. Para realizar esta transacción se colocaron títulos valores en el mercado nacional y extranjero por un total de USD1,172.0 millones; de haberse registrado esta transacción entre las operaciones de crédito público, hubiera mostrado cómo el 88.5% del destino del endeudamiento de 2014 fue para atender transacciones de la deuda pública; sin embargo, la práctica salvadoreña no permite una oportuna identificación. La experiencia salvadoreña sobre estos aspectos es totalmente diferente a la que siguen sus pares centroamericanos que contabilizan las transacciones similares dentro de los registros del crédito público.

A pesar de lo anterior, al analizar la información sobre el destino de los préstamos externos se puede observar que, en los últimos años, los asuntos económicos absorbieron cerca del 40% del total; en forma más específica, las acciones relacionadas con la infraestructura vial, seguidas por los recursos destinados al fomento de la agricultura, silvicultura y pesca. La función de servicios públicos generales es la segunda en ocupar la mayor cantidad de recursos obtenidos por empréstitos externos, en donde el 78% fue destinado a transferencias de carácter general entre diferentes niveles de gobierno.

**Gráfica 6. El Salvador: destino de la deuda pública contratada (2007-2014)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Ministerio de Hacienda de El Salvador.

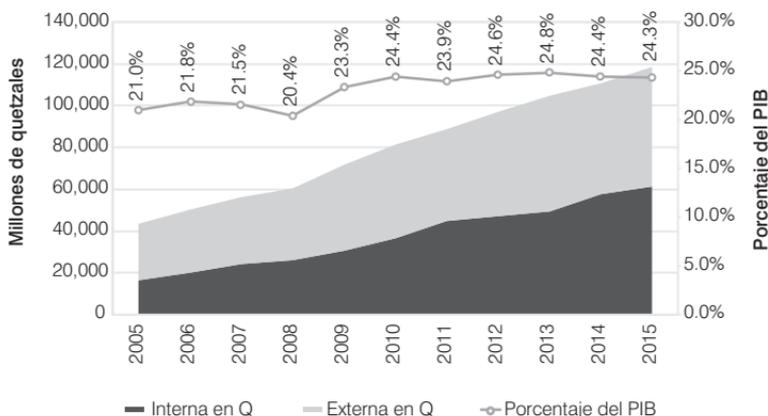
## 2.3 Guatemala

Como se puede observar en la gráfica 7, Guatemala ha mantenido un crecimiento sostenido de su deuda en términos nominales. Al analizar la relación deuda/PIB, se puede notar el esfuerzo de una política para tratar de mantener este coeficiente constante a lo largo del período. Durante la etapa precrisis, el país gozaba de un crecimiento económico real que promediaba cerca del 5.0%, lo cual mantuvo la razón deuda/PIB en un valor promedio de alrededor del 21.4%. Como consecuencia de la reducción de los niveles de crecimiento económico durante el período de crisis, que registró un promedio del 2.2% y, con la adopción de políticas anticíclicas, el nivel de endeudamiento se elevó al 22.7% del PIB. Con posterioridad a la crisis internacional y como resultado de un deterioro de la capacidad de recaudación efectiva de la administración tributaria guatemalteca (que redundó en una contracción de la carga tributaria), y aun cuando los niveles de crecimiento promedio real de la economía se incrementaron en alrededor del 4.0%, la razón

deuda/PIB ha promediado 24.4% de 2010 a 2015, manteniendo un ritmo acorde a la política de estabilidad monetaria dictada por la Junta Monetaria.

La rigidez que establecen las autoridades monetarias con el propósito de controlar el nivel de precios y que, incluso, ha ocasionado una apreciación del tipo de cambio promedio real significativo durante los últimos años, ha establecido la necesidad de mantener los niveles constantes en la razón deuda/PIB. Así las cosas, en forma tácita se ha establecido una regla fiscal vinculada con la contratación de deuda por medio de la cual, ante la carencia efectiva de recursos tributarios para financiar el presupuesto del Estado, el control fiscal se ha reflejado en una fuerte contracción de los niveles de gasto público, a expensas de reducir la participación del Estado en la sociedad.

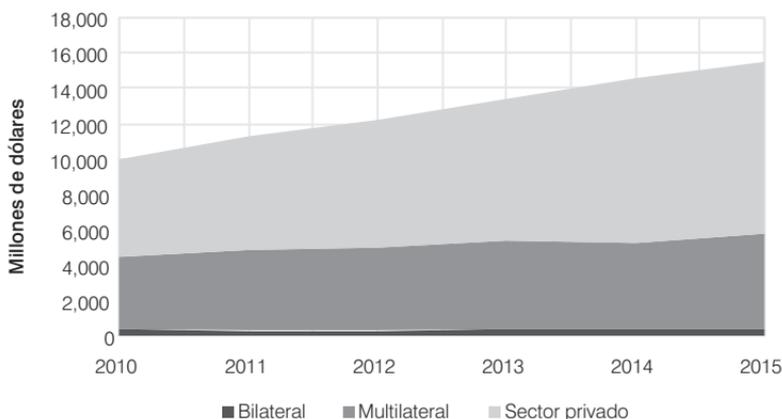
**Gráfica 7. Guatemala: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Ministerio de Finanzas Públicas (Minfin) y el Banco de Guatemala (Banguat).

En cuanto a su tenedor, la estructura del saldo de la deuda ha mantenido un relativo equilibrio en todo el período postcrisis, de manera que alrededor del 52% del total del endeudamiento se ha obtenido en el interior del país. Esta situación ha producido que, mientras el monto del endeudamiento por acreedores bilaterales y multilaterales ha mantenido un nivel casi constante, los acreedores privados han aumentado su participación, de manera que, para 2015, concentraron un 62.9% del monto total de la deuda de Guatemala, produciendo una relativa escasez de recursos en el interior del país y una elevación de la tasa de interés al público en los préstamos.

**Gráfica 8. Guatemala: estructura de la deuda pública de la administración central por acreedor (2010-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Minfin y el Banguat.

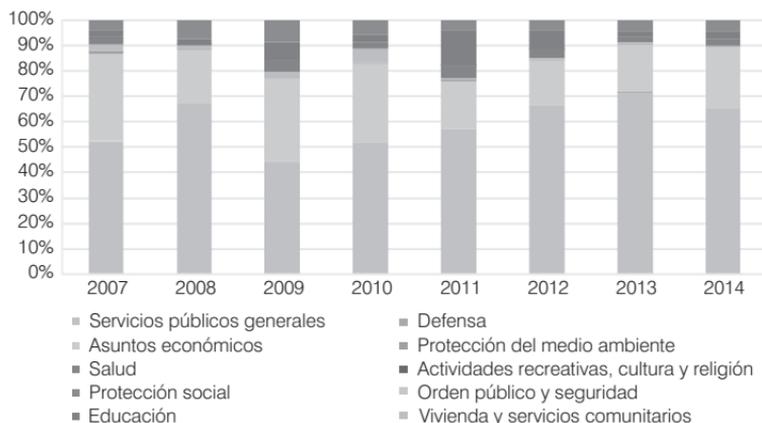
El endeudamiento sostenido del Estado guatemalteco con la banca nacional pudiera ser una muestra de corporativismo del gobierno central y que tiene su origen conforme lo apunta Mendoza (S/F) en la forma como está integrada la Junta Monetaria del país. Como consecuencia del continuo endeudamiento con el sector bancario, se ha deteriorado la capacidad de negociación del Estado con el sector privado organizado, sometiéndolo a una imposibilidad real de avanzar en el establecimiento de mejores condiciones

tributarias para financiar el gasto debido a los intereses conjuntos que, como ya sucedió en otros países de Centroamérica, se exhiben en el financiamiento del déficit fiscal.

Por otro lado, al analizar el destino del endeudamiento de Guatemala, se observa que la función de servicios públicos generales absorbió, en promedio, el 65% del total del crédito obtenido entre 2011 y 2014. El destino más importante del financiamiento ha sido las transacciones de la deuda pública (94.8%). Lo anterior implica que el nuevo endeudamiento fue utilizado primariamente para el pago de intereses y amortizaciones de endeudamientos anteriores, por lo que puede establecerse la existencia de un esquema similar a *Ponzi*, en el cual se contrae deuda para pagar la deuda anterior.

El segundo destino de los recursos de la deuda corresponde a las actividades relacionadas con asuntos económicos que reportaron un promedio del 20% del total entre 2011 y 2014; en dicha función, alrededor del 93.7% fue utilizado para gastos de mantenimiento y construcción de la red vial. El tercer destino de la deuda durante el período fue la función de protección social, que promedió un 4.3% del total.

**Gráfica 9. Guatemala: destino de la deuda pública contratada (2007-2014)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Minfin.

Los destinos mencionados parecen indicar que, a pesar de la utilización de algunos recursos en el financiamiento de asuntos económicos y protección social, el propósito del mecanismo utilizado para la negociación de deuda ha sido privilegiar el diferimiento del pago de esta, para que sean las generaciones futuras, posiblemente por medio del aumento de impuestos, las que se encarguen de atender estos valores. La manera como se maneja la deuda en Guatemala deja poco para que los recursos invertidos obtengan retornos sociales y económicos, por lo que no parece que el país esté invirtiendo en su futuro, ya sea en el fortalecimiento de la infraestructura social o de la económica.

## 2.4 Honduras

Durante el período precrisis, específicamente en 2005, Honduras finalizó las negociaciones para poder consolidar una condonación en sus niveles de endeudamiento, que alcanzaban el 43.9% del PIB. Este propósito se materializó al acceder a la iniciativa HIPC. Como resultado de ello, la deuda de Honduras con los acreedores del Club de París fue reducida de USD1,474 millones a USD413 millones (Fosdeh, 2008). La deuda como porcentaje del PIB se redujo drásticamente hasta alcanzar el 17.2%, en 2007.

Sin embargo, durante los períodos de crisis y postcrisis la relativa debilidad de las finanzas públicas hondureñas volvió a aflorar, tanto por la adopción de medidas anticíclicas como por la prevalencia de fuertes desbalances fiscales, que produjeron el crecimiento de la deuda hasta registrar, hacia 2013, niveles por encima del 40.0% del PIB. Los desbalances fiscales durante el período de crisis fueron generados principalmente por:

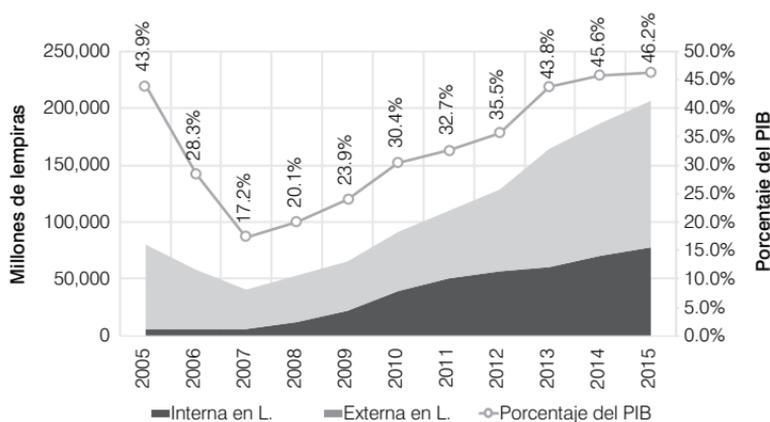
- a) El constante aumento en los gastos por sueldos y salarios del sector público, los cuales solo en 2007 se incrementaron un 27%.
- b) El aumento de las transferencias para el rescate de la Empresa Nacional de Energía Eléctrica, que solo durante 2010 significó

una erogación de L309.9 millones para pago del endeudamiento generado por la empresa (Sefín, 2011).

- c) Los aumentos en las inversiones públicas, que tuvieron su mayor crecimiento entre 2007 y 2008, promediando crecimientos alrededor del 44.9%.

El aumento en la razón deuda/PIB se mantuvo durante los primeros años del período postcrisis, cuando, a pesar de que la economía recuperó una dinámica real anual del 3.5%, no logró la estabilidad deseada como consecuencia de resultados fiscales deficitarios promedio del 6.1% del PIB entre 2011 y 2013. Para tratar de revertir esta tendencia, Honduras aprobó e implementó la *Ley Ordenamiento de las Finanzas Públicas, Control de las Exoneraciones y Medidas Antievasión*, con la que logró reducir el déficit fiscal durante 2014 y 2015 y, aun cuando no ha logrado detener el ritmo de crecimiento de la deuda, sí redujo la velocidad de crecimiento del indicador que, para 2015, representó un 46.2% del PIB, todavía por encima de los valores recomendados por las instituciones financieras internacionales.

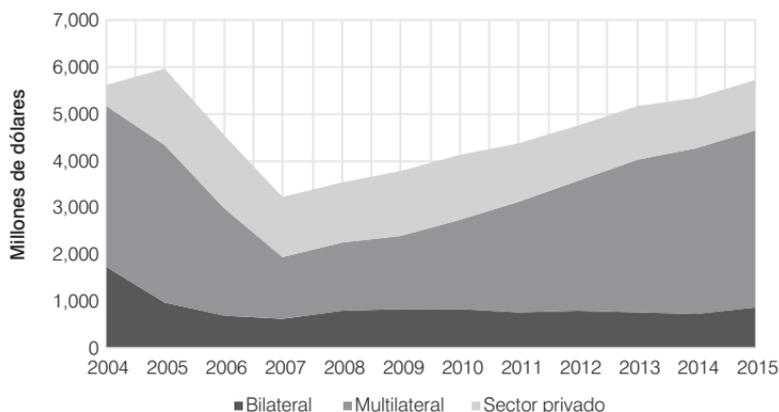
**Gráfica 10. Honduras: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras de la Secretaría de Finanzas de Honduras (Sefín).

Para poder cubrir los déficits fiscales actuales, el Gobierno de Honduras ha mantenido una tendencia similar en la contratación de préstamos, realizando una combinación de endeudamiento interno y externo a ritmos similares. Para 2015, la cartera de endeudamiento externo representa un poco más del 62.3% de la deuda total, en donde el 49.4% se encuentra en manos de acreedores privados, 41.4% está basado en préstamos multilaterales y el resto es resultado de entidades bilaterales.

**Gráfica 11. Honduras: Estructura de la deuda pública del sector público no financiero por acreedor (2004-2015)**



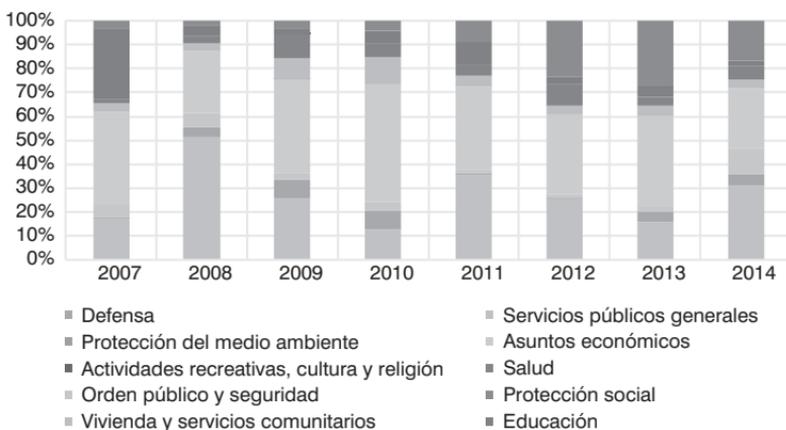
**Fuente:** Icefi, con base en cifras de la Sef.

En su mayoría, el destino de los recursos por endeudamiento obtenido por Honduras ha sido utilizado en la función de asuntos económicos, la cual captó entre 2011 y 2014, en promedio, un 33.0% de los fondos. Dentro de dicha función, la mayor parte del endeudamiento fue utilizado para realizar gasto para la construcción y mantenimiento de carreteras, con alrededor del 82.0% del total. Durante el mismo período, los servicios públicos generales fueron el segundo receptor de recursos por esta vía (27% del total); de estos recursos, el 47.0% se empleó como refuerzo para el gasto de los órganos estatales.

Durante el año 2014 el gasto por transacciones de la deuda pública, registrado dentro de la función de servicios públicos generales, aumentó su participación al utilizar cerca del 61.0% de los recursos obtenidos, lo que implicaría el 18.8% del total de los recursos obtenidos por endeudamiento. Es posible que dicha práctica haya respondido a los compromisos adquiridos por el Gobierno de Honduras para el saneamiento y estabilización de sus finanzas públicas.

En tercer lugar, la función de protección social utiliza, en promedio, un 20% del total de los recursos obtenidos por medio de deuda. De dichos recursos, casi el total (98%) fue utilizado para gastos de los programas gubernamentales relacionados con atención a la familia e hijos. Entre estos se incluye el Programa de Apoyo a la Red de Protección Social y el Programa «Bono Diez Mil».

**Gráfica 12. Honduras: destino de la deuda pública contratada (2007-2014)**



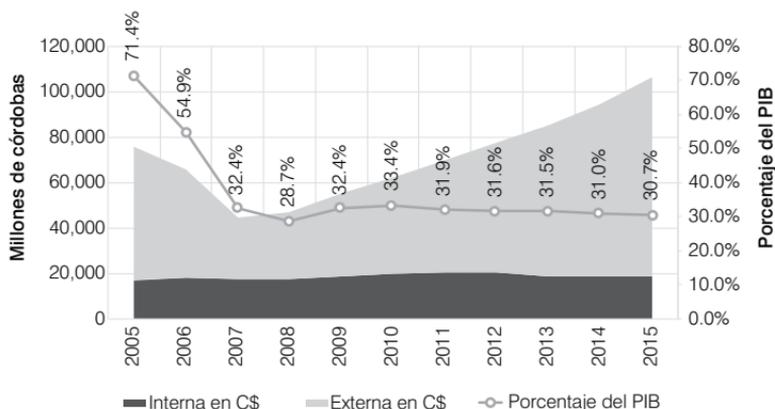
**Fuente:** Icefi, con base en cifras de la Sefin.

## 2.5 Nicaragua

Durante el período precrisis, Nicaragua, al igual que Honduras, recibió una reducción en su deuda soberana al acceder a la iniciativa HIPC. El efecto puede observarse en la gráfica 13, donde el nivel de endeudamiento como porcentaje del PIB disminuyó del 71.4%, en 2005, al 32.4%, en 2007, producto de una condonación de cerca de USD975 millones, de los cuales USD694 millones correspondieron a alivio de deuda en el marco de la Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral (MDRI, por sus siglas en inglés) (BCN, 2006). A diferencia de sus contrapartes centroamericanas, Nicaragua fue mucho más conservadora en el uso de recursos de deuda durante el período de crisis, registrando ligeros aumentos nominales, pero manteniendo relativamente constante el valor de ella con respecto al PIB. De esa forma, al final de 2010, el saldo de la deuda representó el 33.4% del PIB, prácticamente igual al reportado en 2007.

Las estadísticas proporcionadas muestran que en el período post-crisis el monto de endeudamiento continúa su crecimiento en términos nominales; sin embargo, debido posiblemente a una regla fiscal implícita, la razón deuda PIB ha registrado pequeños descensos año con año, hasta obtener, en 2015, un 30.7%. Como parte de este propósito han sido particularmente importantes el crecimiento real promedio del 5.1%, así como la decisión de mantener déficit presupuestarios por el orden del 1.1% del PIB.

**Gráfica 13. Nicaragua: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)**

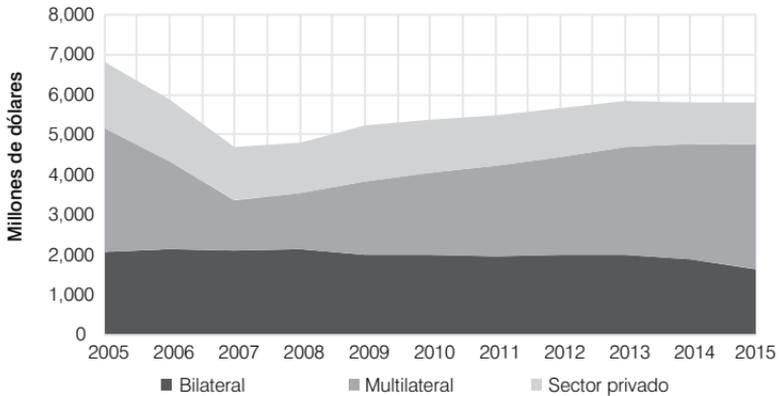


**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Banco Central de Nicaragua (BCN).

Al analizar la estructura de la deuda soberana de Nicaragua, se puede observar cómo el nivel de deuda interna se ha mantenido relativamente constante; por ende, los aumentos en el monto del endeudamiento nominal se han realizado por medio de la contratación de deuda externa. Para 2015, alrededor del 82.0% del endeudamiento estaba colocado en endeudamiento externo; de esa cifra, el 53.7% se encuentra en manos de acreedores multilaterales; un 28.3% se basa en préstamos bilaterales y el resto es resultado de acreedores privados.

Es importante destacar que, pese a los resultados mencionados, a Nicaragua se le señala en forma permanente de no reportar apropiadamente sus valores fiscales y, particularmente, de sustraer de los valores del endeudamiento público aquellos empréstitos que, como el caso de Albanisa, representaban ya a mediados de 2015 cerca del 27.5% del PIB (BCN, 2016). (Ver Anexo 2 para un mayor detalle).

**Gráfica 14. Nicaragua: estructura de la deuda pública del gobierno central por acreedor (2005-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Banco Central de Nicaragua.

En el mismo sentido de opacidad pública, Nicaragua es el único país de la región en el cual la información disponible y presentada por las autoridades no permite realizar el cruce entre el gasto ejecutado y las fuentes de financiamiento respectivo. Por consiguiente, no puede conocerse con certeza el destino de los recursos obtenidos por sus operaciones de crédito público.

No obstante lo anterior y a pesar que todavía queda mucho terreno por mejorar en materia de transparencia de las cifras en este país centroamericano, es importante anotar que conforme el estudio «Ensayo de apertura presupuestaria 2015» (Open Budget Survey 2015) la entidad Asociación Internacional Presupuestaria (International Budget Partnership) reportó una mejora en la transparencia de Nicaragua, la cual fue calificada como *limitada*, asignándole una calificación de 46 puntos en 2015, en contraposición a la calificación de *mínima*, con puntaje de 37 puntos otorgado en 2010. Por su parte, Transparencia Internacional le asignó una puntuación de 27 en el Índice de Percepción de Corrupción 2015, ubicando a este país en la posición 130 de 168 naciones que fueron calificadas.

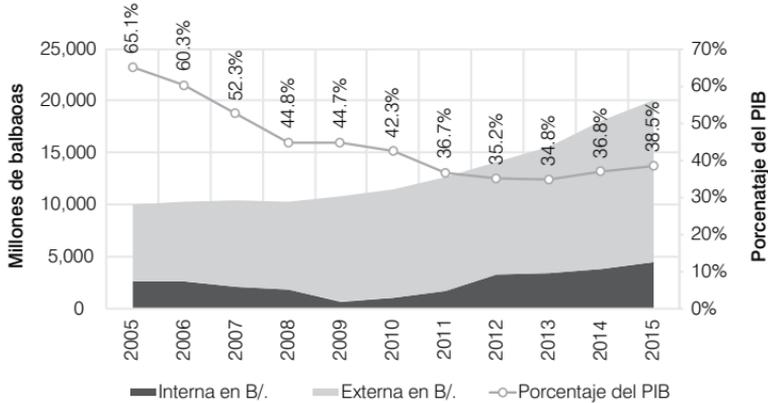
## 2.6 Panamá

El Gobierno panameño realizó grandes esfuerzos para reducir el monto de su endeudamiento durante el período precrisis, lo cual se reflejó en un nivel de amortización promedio del 16.6% del PIB lo que, sumado a una tasa de crecimiento real promedio de su economía por el orden del 8.8%, permitió mantener constante la reducción en su razón deuda/PIB. Este efecto puede observarse en la gráfica 15, en donde se observa que el nivel de endeudamiento se redujo del 65.1%, en 2005, hasta alcanzar el 52.3%, en 2007.

A diferencia del resto de los países centroamericanos, Panamá mantuvo la misma estrategia durante el período de crisis, lo que le llevó a reducir aún más deuda, hasta por un 42.3%, en 2010. Sin embargo, hay que tomar en consideración que el Gobierno panameño implementó un nuevo plan estratégico dirigido principalmente a fortalecer la infraestructura física disponible, el cual se inició con la planificación, ejecución y endeudamiento vinculado con la ampliación del Canal de Panamá; la construcción de un metro para la ciudad; corredores de carreteras, y otra serie de obras de infraestructura de gran envergadura.

A pesar del endeudamiento vinculado con la ejecución de esas mega obras de infraestructura, la tasa de crecimiento económico real promedio de la economía panameña, por el orden del 9.2%, permitió que el nivel de la deuda con relación al PIB se estacionara en niveles cercanos al 38.5%, en 2015. Estas grandes obras de infraestructura posibilitaron mantener los altos niveles de crecimiento de la economía; sin embargo, habrá que ver en el futuro cercano cómo responde el nivel de déficit fiscal y el endeudamiento del país, ante el agotamiento de dicho plan.

**Gráfica 15. Panamá: composición y tamaño de la deuda pública de la administración central (2005-2015)**



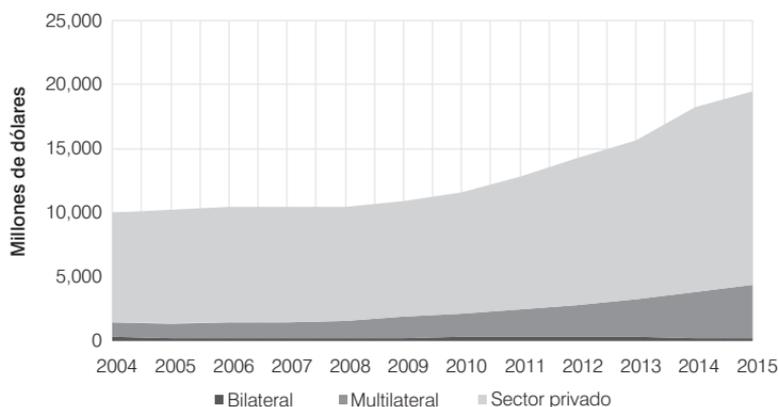
**Fuente:** Icefi con base a cifras del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF).

Panamá disfruta de ser uno de los centros financieros más grandes del mundo, en donde confluyen gran cantidad de bancos de todas las nacionalidades con una enorme capacidad financiera. Por ello, el obtener recursos para el Gobierno panameño no parece ser un obstáculo muy significativo, logrando mantener todavía el grado de inversión que otorgan las entidades calificadoras mundiales. Además, la dolarización de la economía hace que sea indiferente la contratación con residentes extranjeros o nacionales, atendiendo al hecho de que no existe impacto sobre la moneda nacional y que el Banco Central de Panamá carece de herramientas de política monetaria.

Por ello, la mayor proporción del saldo de la deuda panameña ha sido contratada con fuentes externas, que representan alrededor del 78.0% de los montos adquiridos durante los últimos años. Por otra parte, en la estructura del endeudamiento por acreedor, se ha visto acrecentada la participación del sector privado luego de la crisis financiera internacional. Durante el período postcrisis, la estructura promedio de la deuda panameña está compuesta por

un 80.0% en tenedores privados y un 17.0% representada por endeudamiento multilateral. Es importante destacar que, debido a las limitaciones en la disponibilidad de información, los valores reportados corresponden al sector público no financiero.

**Gráfica 16. Panamá: estructura de la deuda pública del sector público no financiero por acreedor (2004-2015)**



**Fuente:** Icofi, con base en cifras del MEF.

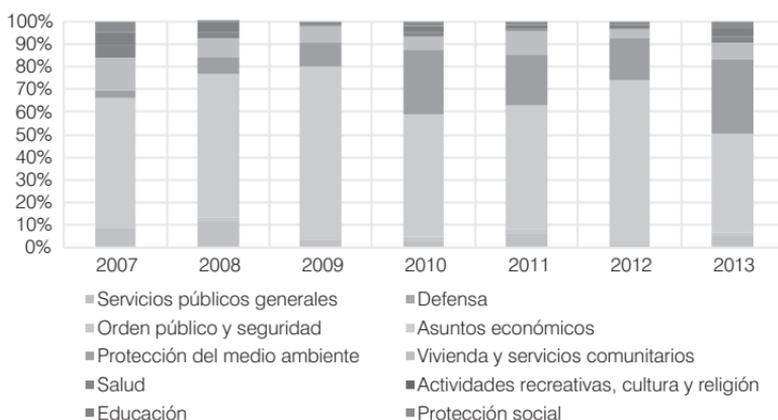
En atención al destino de la deuda contratada, Panamá dirige la mayoría de los recursos obtenidos por endeudamiento a gastos en función de asuntos económicos, los cuales absorbieron, en promedio, cerca del 56.8% del total de recursos obtenidos entre 2010 y 2013. En particular, la contratación de empréstitos se dedicó a inversiones de mantenimiento y construcción de la red vial, las cuales representan el 87.6% del gasto de esta función. Esa práctica va en concordancia con el accionar del Gobierno panameño, el cual busca continuar potenciando el crecimiento económico del país por medio del mantenimiento de grandes inversiones de capital, algo que ha sido característico durante los últimos años.

En segundo lugar, la protección del ambiente es otra función receptora de recursos provenientes de operaciones del crédito público; esta función absorbió, en promedio, el 24.8% del total de recursos de la deuda, los cuales han sido utilizados exclusivamente, entre 2010 y 2013, para el financiamiento del Proyecto Saneamiento de la Ciudad y la Bahía de Panamá, a cargo del Ministerio de Salud.

En tercera posición de relevancia se encuentran los recursos destinados al apoyo a vivienda y servicios comunitarios, los cuales recibieron, en promedio, cerca del 21.5% del total de la deuda contratada. Entre los gastos referentes a dicha función destacan las inversiones para abastecimiento de agua y lo destinado al Programa de Apoyo Rápido para Viviendas de Interés Social.

Los datos indicados permiten concluir rápidamente que el Gobierno de Panamá ha dirigido su esfuerzo de contratación de deuda hacia el fortalecimiento de sus potenciales productivos por medio de infraestructura física; sin embargo, parece haberse descuidado el fortalecimiento de la infraestructura social y la productividad laboral.

**Gráfica 17. Panamá: destino de la deuda pública contratada (2007-2013)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del MEF.



### **III. La medición de la sostenibilidad de la deuda para el caso de Centroamérica**

El presente capítulo presenta la evolución de los indicadores de vulnerabilidad y sostenibilidad de la deuda de los seis países centroamericanos, a partir de contrastarlos con los valores críticos sugeridos por la literatura revisada durante el capítulo I. Sin embargo, el análisis se focaliza en el período de estudio denominado «postcrisis financiera internacional» (2011-2015), atendiendo a que la potencial solución de los problemas de insostenibilidad deviene del conocimiento de la situación fiscal actual de los países.

Lo anterior implica que el análisis se realizará posteriormente a la condonación de la deuda obtenida por Honduras y Nicaragua por su entrada en la iniciativa HIPC. En necesario recalcar que para realizar una comparación lo más homogénea posible, para el caso de El Salvador no se estará utilizando la deuda provisional, tal como se advirtió en el capítulo anterior, mientras que para Nicaragua no se tomará en consideración la deuda potencial derivada de la negociación petrolera con Venezuela. Por otra parte, dada la disponibilidad de información para el caso de Panamá se estará utilizando información del sector público no financiero (SPNF).

#### **3.1 Indicadores de vulnerabilidad**

Como fue expuesto con anterioridad, estos indicadores son de mucha utilidad para establecer el comportamiento, trayectoria y estructura de la deuda pública, así como la capacidad de pago de los Gobiernos. Proporcionan, además, algunas señales sobre el deterioro o mejora de la posición gubernamental. No obstante, sus valores críticos no deben tomarse como techos rígidos y, más bien, deben servir, junto a otros indicadores, como indicativos mediante

los cuales realizar una evaluación de las determinantes de la evolución del endeudamiento (FMI, 2006).

A manera de resumen de los valores que serán presentados con un mayor nivel de profundidad en los apartados posteriores, la tabla 1 reúne el valor del resultado promedio de los indicadores más importantes evaluados durante el período postcrisis. Para una mejor interpretación, se resaltan los resultados que sobrepasan los límites críticos sugeridos por la literatura y que podrían implicar alguna probabilidad de insostenibilidad de la deuda.

La tabla muestra que los países que presentan algunos indicadores que pueden denotar cierto riesgo de insostenibilidad son Costa Rica, El Salvador y Honduras, aun cuando este último país ha revertido parcialmente la tendencia como consecuencia de la adopción de la reforma tributaria de 2014. Costa Rica y El Salvador muestran valores por encima de los niveles recomendados por los organismos internacionales en los indicadores del tamaño de la deuda y del saldo de la misma con respecto a los ingresos tributarios y totales en general, por lo que se convierten en los países que tienen una mayor probabilidad de insostenibilidad fiscal de la región. En sentido contrario, Guatemala y Nicaragua, conforme los valores presentados, representan aquellos que tienen una menor probabilidad de incurrir en el corto plazo en insostenibilidad fiscal; no obstante, la dinámica de contratación de deuda por parte de Guatemala evidencia un esfuerzo poco significativo para atender el servicio de la deuda, procediendo a contratar nueva deuda para el efecto, lo cual podría implicar una situación fiscal complicada en el futuro.

Panamá por su parte, presenta indicadores que, dado su nivel de crecimiento económico, la fortaleza de sus instituciones financieras y del hecho que dispone de otras fuentes de ingresos diferentes a los tributarios, pueden considerarse manejables. Sin embargo, de mantenerse la trayectoria observada en el endeudamiento, es posible que en el futuro deba promover una reforma tributaria para atender apropiadamente el servicio de la deuda

que deriva de los empréstitos realizados, evitando el riesgo de insostenibilidad fiscal.

**Tabla 2. Centroamérica: estimación promedio de los indicadores de vulnerabilidad de la deuda pública de los países de la región durante el período postcrisis (2011-2015)**

Indicador	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá
Deuda/PIB	36.8%	44.2%	24.4%	40.7%	31.3%	36.4%
Deuda/ingresos totales	254.3%	279.1%	213.3%	227.6%	190.5%	169.9%
Deuda/ingresos tributarios	275.4%	299.9%	227.5%	261.2%	206.9%	344.2%
Intereses/ingresos totales	16.9%	14.7%	13.2%	10.7%	5.3%	8.6%
Intereses/PIB	2.4%	2.3%	1.5%	1.9%	0.9%	1.9%
Deuda externa/exportaciones	34.1%	137.0%	64.5%	57.1%	57.4%	--
Servicio de la deuda/ingresos totales	89.4%	33.2%	17.9%	31.0%	20.7%	29.2%
Amortización/nuevos desembolsos	67.0%	71.2%	23.5%	37.1%	44.3%	52.8%

**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de cada país.

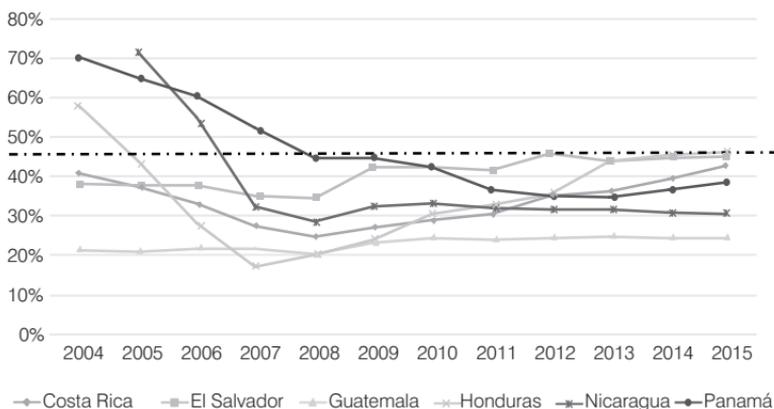
### 3.1.1 Saldo de la deuda como porcentaje del PIB

La gráfica siguiente muestra la evolución de la deuda como porcentaje del PIB; destaca inicialmente la reducción sustancial de Honduras y Nicaragua como resultado del perdón de su deuda por formar parte de la iniciativa HIPC, a diferencia de Panamá, que logró una reducción en su endeudamiento a través de los elevados niveles de crecimiento económico experimentados.

La gráfica muestra que, en el período postcrisis, Honduras, El Salvador y, recientemente Costa Rica, estarían sobrepasando el nivel crítico de 40.0% recomendado para países con políticas e

instituciones de desempeño medio (FMI, 2016). Guatemala es el único país que mantiene un nivel de endeudamiento para este indicador por debajo del nivel más estricto del 25.0%, lo que implica que, si bien se ha privilegiado el control de la deuda –posiblemente por la implementación de una regla fiscal implícita para garantizar la estabilidad de precios– se ha sacrificado el bienestar de la población al no utilizar apropiadamente la posición de endeudamiento del país.

**Gráfica18. Centroamérica: saldo de la deuda pública como porcentaje del PIB (2004-2015)**



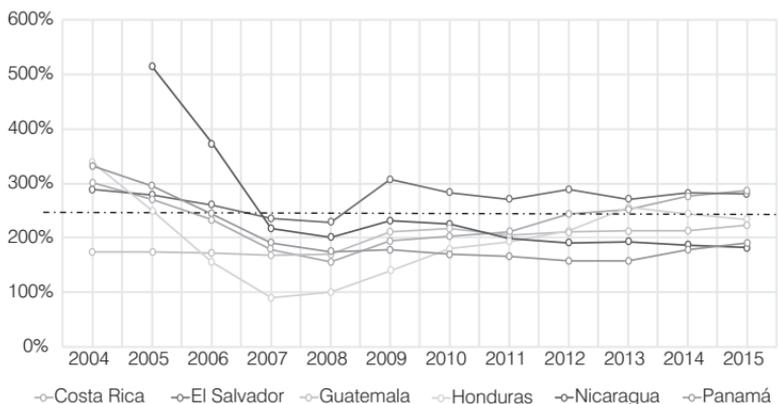
**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de los países.

### 3.1.2 *Saldo de la deuda como porcentaje del ingreso presupuestario*

Este indicador es sumamente útil para determinar el monto de ingresos necesarios de cada país para hacer frente a sus obligaciones de endeudamiento, y puede considerarse como el complemento perfecto al indicador del tamaño de la deuda con respecto al PIB.

En la evolución del indicador, se puede observar cierto nivel de estabilidad en el desempeño para la mayoría de países, con excepción de Honduras y Costa Rica, que han mantenido una trayectoria de crecimiento constante a partir de 2008; aun cuando Honduras, con la reforma fiscal implementada en 2014, ha logrado revertir parcialmente esta tendencia. Durante los últimos años del período postcrisis, El Salvador y Costa Rica han sobrepasado el nivel crítico de 250.0% recomendado para países con políticas e instituciones de desempeño medio (FMI, 2016). El caso de El Salvador es mucho más preocupante si se toma en consideración que, en el período postcrisis, el valor obtenido, aun cuando no ha sido creciente, se ha mantenido relativamente constante, dando lugar a interpretar que la situación de sus finanzas públicas es estática. Los resultados estarían reforzando el resultado del indicador anterior para ambos países con respecto a la posibilidad de sufrir una crisis generada por los niveles de endeudamiento. Únicamente Nicaragua y Panamá se posicionan durante los últimos años por debajo del nivel más estricto de 200.0%.

**Gráfica 19. Centroamérica: saldo de la deuda pública como porcentaje del ingreso presupuestario (2004-2015)**



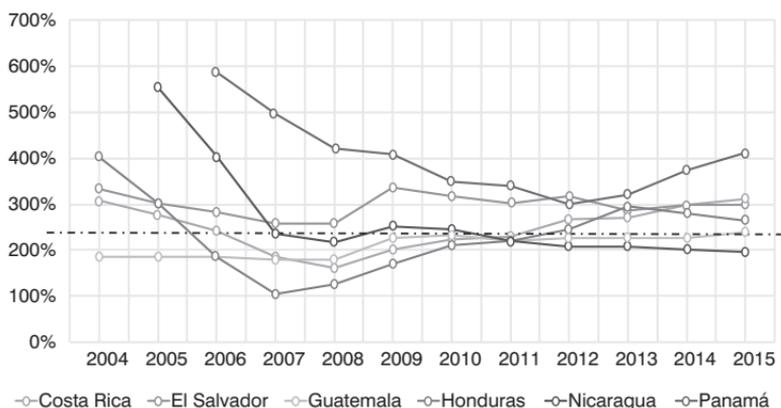
**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de cada país.

### 3.1.3 *Saldo de la deuda como porcentaje de los ingresos tributarios*

Este indicador es una variante del anterior y, en términos generales, podría considerarse como una especie de prueba de éxito financiero para medir la capacidad real de pago de los países centroamericanos (dado que, con excepción de Costa Rica y Panamá, todos obtienen una mayor proporción de sus ingresos por medio de tributos).

Los resultados muestran, de manera complementaria con los resultados del indicador anterior, que El Salvador continuamente ha sobrepasado el nivel recomendado de 250.0%, promediando cerca del 300.0% durante el período postcrisis, evidenciando, aún más, su crítica situación de endeudamiento. Honduras ha sobrepasado este nivel durante 2013 y 2014, pero muestra una tendencia decreciente. Guatemala y Nicaragua mantienen un nivel promedio constante durante el período postcrisis de 227.5% y 206.9%, respectivamente, lo cual los ubica por debajo del nivel crítico.

**Gráfica 20. Centroamérica: saldo de la deuda como porcentaje de los ingresos tributarios (2004-2015)**



**Fuente:** Icofi, con base en cifras oficiales de los países.

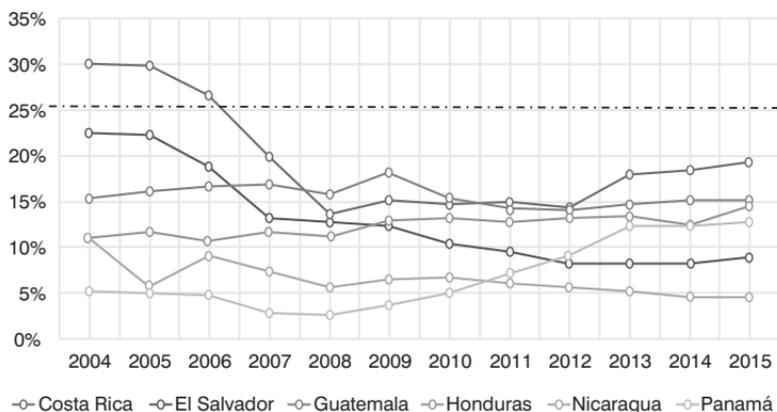
### 3.1.4 *Intereses pagados como porcentaje del ingreso presupuestario*

Este indicador sirve para establecer la carga efectiva que representa el pago de los intereses procedentes de la contratación de la deuda dentro del total de ingresos de un país, lo cual implica, en forma directa, el desvío de recursos públicos que ya no pueden ser utilizados para atender las necesidades de la población y se convierten, por el contrario, en una erogación no productiva.

Durante el período postcrisis, ningún país del área supera el nivel crítico para una economía emergente del 25.0% establecido por las instituciones financieras internacionales. Sin embargo, Costa Rica, El Salvador y Guatemala presentan la mayor carga de intereses en sus ingresos fiscales: del 16.9, 14.7 y 13.2%, en promedio, respectivamente. Esto indica con claridad el esfuerzo presupuestario que debe realizarse para atender el servicio de la deuda, asumiendo que los países mantienen una administración de deuda basados en un esquema similar a *Ponzi*.

Estos valores reflejan una fuerte rigidez presupuestaria, dado que, para los tres casos, alrededor de un sexto de los ingresos públicos no puede ser desviado para la implementación de políticas públicas, sino que se convierte en ingresos atados sin retorno inmediato. Los casos de la región que muestran mejores resultados son Nicaragua y Panamá (por la disponibilidad de otras fuentes de ingresos complementarios), lo que implica que se trata de Estados con margen mayor de maniobra política.

**Gráfica 21. Centroamérica: intereses pagados como porcentaje del ingreso presupuestario (2004-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de cada país.

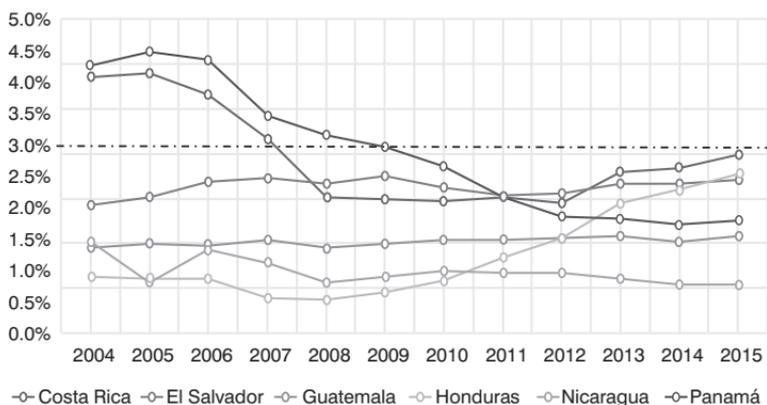
### 3.1.5 Intereses pagados como porcentaje del PIB

Aun cuando no se trata de un indicador específico relativo al nivel de solvencia o liquidez del sector público debido a que mide el total de los intereses que deben ser pagados por cada país como consecuencia de la contratación de deuda pública con respecto al PIB, este indicador sirve para poder realizar comparaciones entre países, al ilustrar cuánto la deuda representa con respecto al tamaño de la economía.

Los resultados observados son similares al indicador anterior y muestran que Costa Rica y El Salvador, si bien no se acercan al valor crítico del 3.0% recomendado (FMI, 2013), mantienen los valores más altos durante el período postcrisis: 2.4 y 2.3% del PIB, respectivamente. Honduras muestra una tendencia creciente en este indicador, producto de los aumentos en su endeudamiento; sin embargo, las recientes políticas de ajuste fiscal han permitido al país generar cierta holgura y un potencial reordenamiento. Nicaragua tiene la carga de intereses sobre el tamaño de su

economía más baja de todos los países de la región al promediar solo un 0.9% con respecto al PIB, lo cual es resultado de las condiciones favorables del endeudamiento externo contratado casi completamente con organismos multilaterales y bilaterales (99.4%). Guatemala presenta un peso relativo prácticamente constante por debajo del 1.5% del PIB que, como ha sido comentado, puede ser un indicador del uso de una regla fiscal tácita o por la fuerte dependencia de la política fiscal a la política monetaria del país.

**Gráfica 22. Centroamérica: intereses pagados como porcentaje del PIB (2004-2015)**



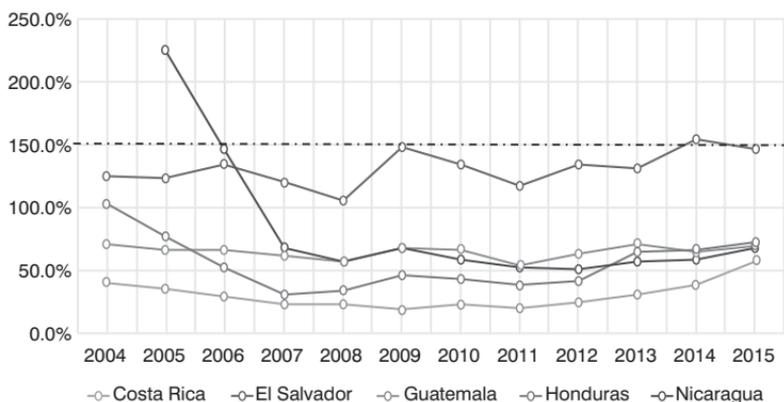
**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales del país.

### 3.1.6 Deuda externa como porcentaje de las exportaciones

Este indicador fue muy utilizado al inicio de la década de los ochenta del siglo XX durante la gran crisis de la deuda latinoamericana. Su importancia radica en que, si la mayor parte de la deuda contratada es extranjera y la fuente primaria de recursos para pagar los valores adeudados en divisas son las exportaciones de los países, es fundamental conocer cuánto de dichas monedas genera un país.

Para este caso, Costa Rica se presentó como el mejor posicionado a lo largo del período en estudio; sin embargo, se puede observar una tendencia al deterioro de los resultados del indicador durante los últimos años, producto de la disminución de las exportaciones vinculada a la salida de Intel del país. El Salvador alcanzó el nivel crítico recomendado del 150.0%, sin embargo, para esta nación el resultado no es del todo relevante si se recuerda que se trata de una economía dolarizada y altamente receptora de remesas. En el caso de Panamá, debido a que es una economía poco dirigida a la exportación de bienes y que disfruta de fuertes ingresos de capitales internacionales, además de ser igualmente una economía dolarizada, este indicador no tiene relevancia.

**Gráfica 23. Centroamérica: deuda externa como porcentaje de las exportaciones (2004-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de cada país.

### 3.1.7 Servicios de la deuda como porcentaje del ingreso presupuestario

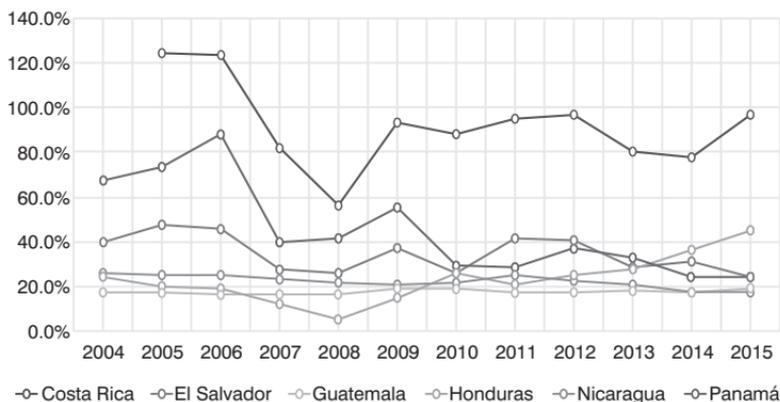
Al igual que el indicador de intereses como porcentaje del ingreso presupuestario, este indicador es de mucha utilidad para evaluar el nivel de carga que representa el servicio de la deuda (intereses, amortización y comisiones pagados con los ingresos presupuestarios de un país). No obstante lo anterior, atendiendo al hecho de que en la práctica los países de la región utilizan un sistema de contratación de deuda para pagar la deuda de los períodos anteriores, la nueva deuda no implica esfuerzo presupuestario, sino simplemente es un *roll-over*<sup>3</sup> de los saldos; no es así con los intereses de la deuda, debido a que, aun cuando no se paguen y se contrate nueva deuda para atender dichas obligaciones, por lo menos existirá un aumento de los pasivos del país que comprometerá los resultados fiscales futuros.

No existe un valor crítico para este indicador dado que su carácter es más ilustrativo. Al computar los resultados se obtuvo que Costa Rica presenta la mayor carga dentro de sus ingresos; esto se debe a la dinámica de amortización de la deuda interna la cual, año con año, se refinancia en su mayoría con deuda interna de corto plazo. El Salvador presenta la mayor carga durante el período postcrisis, promediando el 33.2% de sus ingresos totales dedicados al servicio de la deuda; al contrario de Guatemala, en donde el servicio de la deuda representa, en promedio, un 17.9% de los ingresos totales.

---

3. Es un mecanismo financiero que consiste en lograr una posición deudora en forma indefinida sin realizar ninguna erogación, y que se logra por medio de la renegociación de la deuda a un plazo más largo ya sea en el mismo instrumento o por medio de la contratación de otro instrumento de deuda para pagar el que está a punto de vencer.

**Gráfica 24. Centroamérica: servicio de la deuda como porcentaje del ingreso presupuestario (2004-2015)**



**Fuente:** Icofi, con base en cifras oficiales de cada país.

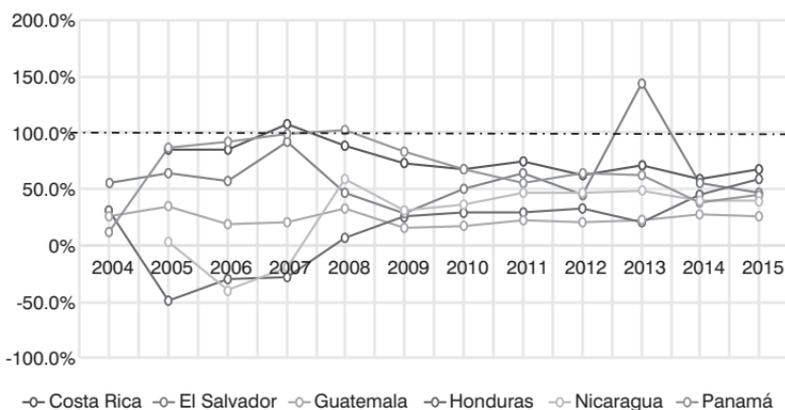
### 3.1.8 *Razón entre la amortización de la deuda y sus accesorios y los nuevos desembolsos*

Este indicador es muy interesante y sirve para caracterizar la dinámica de endeudamiento, denotando si los países se encuentran realmente amortizando deudas pasadas, con sus correspondientes intereses, o si, por el contrario, únicamente están contratando deuda para refinanciar los valores previos. El indicador sugiere que, para que haya sanidad fiscal, los valores obtenidos debieran exceder el 100.0% debido a que la suma pagada de amortizaciones, más intereses, debieran ser mayores a los nuevos empréstitos adquiridos. Esto implicaría que por lo menos el país está haciendo algún esfuerzo para atender sus obligaciones previas. En caso contrario, en la medida en que el indicador se acerca a cero, significa que realmente los niveles de pago de capital e intereses son muy bajos por lo que, prácticamente, los nuevos desembolsos son tanto para financiar lo anterior, como para atender nuevos requerimientos

de endeudamiento, produciendo que la deuda tenga una tendencia creciente, al menos en términos nominales.

De acuerdo con los datos, El Salvador, Costa Rica y Panamá, atendiendo a sus dinámicas de endeudamiento, tienen los mayores valores de la región, al registrar un promedio durante el período postcrisis de 71.2, 67.0, y 52.8%, respectivamente, lo que conlleva algún grado de esfuerzo para evitar que la deuda crezca de manera indefinida. Lo apuntado es particularmente interesante en El Salvador, en donde el esfuerzo por obtener superávits primarios es para abrir espacios con el propósito de atender el pago de la deuda procedente del sistema previsional. En forma contraria, Guatemala es el país más alejado del valor pleno de cumplimiento de pagos, al promediar durante el período postcrisis únicamente un 23.5%, lo que indica que existe, al menos en términos nominales, una dinámica al alza en su endeudamiento, como consecuencia de que las nuevas deudas en general son utilizadas tanto para pagar las deudas anteriores, como los intereses devengados.

**Gráfica 25. Centroamérica: razón entre amortización de la deuda y nuevos desembolsos (2004-2015)**



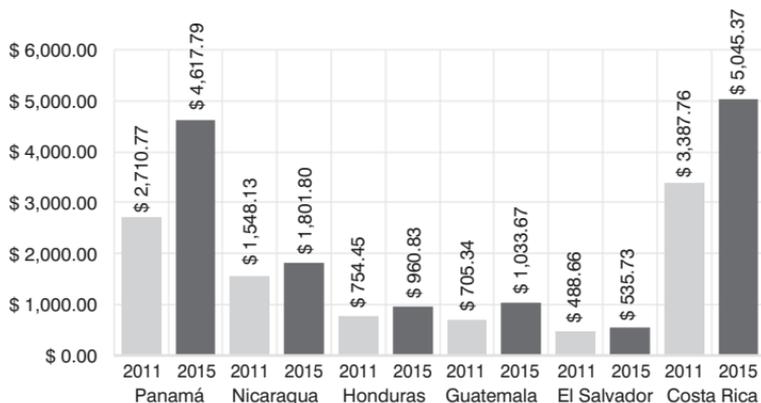
**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de cada país.

### 3.1.9 Deuda per cápita

No existe un valor crítico para este indicador, el cual se obtiene simplemente dividiendo el total de la deuda dentro de la población de un país y se utiliza internacionalmente con el propósito de realizar comparaciones entre la situación fiscal de diferentes países, tratando de medir el esfuerzo que cada poblador deberá hacer para atender la deuda pública. Sin embargo, el indicador no contempla el nivel de ingreso per cápita de los países, por lo que al final es únicamente una medida parcial del esfuerzo que cada poblador deberá realizar para atender los saldos de la deuda; además, si se evalúa que la mayor parte de la deuda de los países, atendiendo al teorema del ciclo de vida, será cubierta por las generaciones futuras, posiblemente por medio de un aumento de tributos, no es apropiado para medir el impacto de la deuda sobre la generación actual.

Los resultados del indicador muestran que, para el año 2015, Panamá tiene el nivel de endeudamiento per cápita más alto de la región, esto significa que cada uno de los habitantes del país debería de aportar USD5,045.4 para poder honrar el monto total de la deuda panameña. Nicaragua ostenta la menor deuda per cápita con únicamente USD535.7 por habitante.

**Gráfica 26. Centroamérica: deuda per cápita (2011 y 2015)**



**Fuente:** Iocfi, con base en cifras oficiales de cada país.

## 3.2 Indicadores de sostenibilidad

La naturaleza de los indicadores de sostenibilidad descansa en los aspectos intertemporales de las finanzas públicas y busca medir el esfuerzo necesario para que la razón deuda/PIB se mantenga en su nivel actual. Por consiguiente, se entiende que el criterio de sostenibilidad principal corresponde al no incremento relativo del cociente deuda/PIB más allá del observado en el presente.

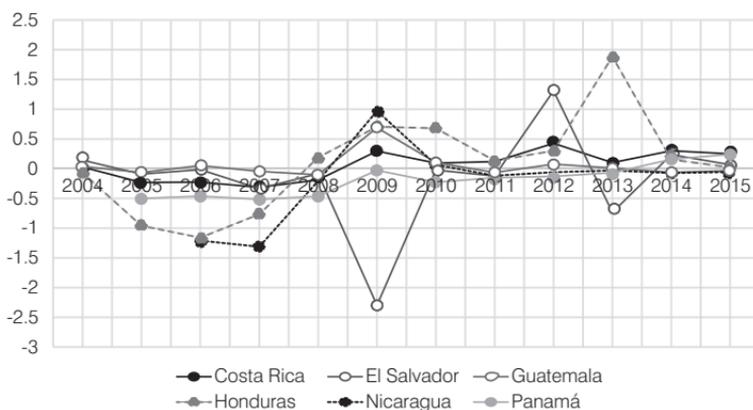
### 3.2.1 Brecha fiscal-crecimiento económico

Este indicador mide el ajuste necesario en el resultado fiscal del Gobierno consecuente con el compromiso de mantener una relación deuda/PIB constante en el tiempo. Los resultados obtenidos para este caso muestran que Guatemala, Nicaragua y Panamá registraron trayectorias constantes que promedian un valor negativo durante el período postcrisis, lo cual indica que, en términos generales, no existe evidencia de insostenibilidad en su política fiscal. Guatemala se encuentra al borde de esta afirmación al promediar 0.01 negativo. Por su parte, Panamá promedia 0.01 positivo.

Los resultados son producto de distintos factores. Mientras para Guatemala se explican por la existencia de una regla fiscal implícita en el manejo de su nivel deuda/PIB –lo cual ha sido mencionado con anterioridad–, los valores de Nicaragua y Panamá son resultado de mantener altas tasas de crecimiento económico real, las cuales contrarrestan los aumentos en su endeudamiento. En contraste, El Salvador y Honduras tienen resultados abruptos en el indicador para 2012 y 2013, respectivamente. El Salvador presenta un crecimiento de su razón deuda/PIB que pasa del 41.7%, en 2011, al 45.7%, en 2012; mientras que, en Honduras, dicha razón crece del 35.4%, en 2012, al 43.8%, en 2013. En ambos casos el crecimiento de la economía no logra compensar los resultados deficitarios, haciendo que el indicador se eleve y, por consiguiente, denotando evidencia de insostenibilidad de la política fiscal.

El caso de Costa Rica es alarmante. A pesar de que mantiene tasas de crecimiento nominal cercanas al 8.0%, en promedio, no ha logrado contener sus resultados deficitarios, lo cual ha llevado a presentar una tendencia positiva en el indicador durante todo el período postcrisis. Esto indica una trayectoria hacia la insostenibilidad de carácter estructural.

**Gráfica 27. Centroamérica: Indicador de la brecha fiscal – crecimiento económico (2004-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de cada país

### 3.2.2 Brecha primaria de corto plazo (Blanchard, 1990)

Este indicador proporciona el nivel de resultado primario permanente requerido para estabilizar la razón deuda/PIB en su nivel actual. El indicador tradicional de Blanchard se realiza con datos normalizados durante, por lo menos, un ciclo económico; sin embargo, el presente estudio utiliza los datos correspondientes a cada año, siguiendo la recomendación realizada en Paunovic (2005), para luego aplicar el promedio a los períodos de precrisis, crisis y postcrisis. Se logra, de esta manera, comparar las condiciones respectivas a cada etapa de estudio.

Al focalizar el análisis en el período postcrisis únicamente, El Salvador logra promediar resultados primarios positivos (0.64%); sin embargo, el resultado primario requerido para mantener la relación deuda/PIB constante es mayor a este porcentaje (0.76%) y, por lo mismo, denota la evidencia de insostenibilidad. La situación más delicada nuevamente es Costa Rica, en donde el promedio del resultado primario requerido para mantener la relación deuda/PIB constante es de -0.28% (déficit); no obstante, los resultados fiscales del período muestran un resultado primario deficitario promedio, por el orden del 2.66%, lo que conduce inevitablemente al aumento en el saldo de la deuda.

En este indicador es importante observar la situación de Nicaragua y Panamá que, a pesar de reportar resultados primarios negativos por el orden del 0.20 y el 0.40% del PIB, para mantener constante la relación deuda/PIB requieren valores menores, lo que hace pensar que existe posibilidad de sostenibilidad fiscal de corto y mediano plazos.

**Tabla 3. Centroamérica: resultados del cálculo del indicador brecha primaria de corto plazo**

Indicador	País	Variable	Precrisis	Crisis	Postcrisis
Corto plazo Blanchard	Costa Rica	Resultado primario requerido	-2.27%	-0.79%	-0.28%
		Resultado primario obtenido	2.81%	-0.65%	-2.66%
	El Salvador	Resultado primario requerido	-0.60%	1.85%	0.76%
		Resultado primario obtenido	1.79%	0.05%	0.64%
	Guatemala	Resultado primario requerido	-0.82%	-0.26%	-0.31%
		Resultado primario obtenido	-0.28%	-1.26%	-0.62%
	Honduras	Resultado primario requerido	-3.82%	-1.33%	-1.06%
		Resultado primario obtenido	-1.31%	-3.71%	-3.26%
	Nicaragua	Resultado primario requerido	-5.03%	-2.31%	-3.16%
		Resultado primario obtenido	-1.48%	-1.97%	-0.20%
	Panamá	Resultado primario requerido	-2.73%	-1.88%	-2.26%
		Resultado primario obtenido	4.58%	2.08%	-0.46%

**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de cada país.

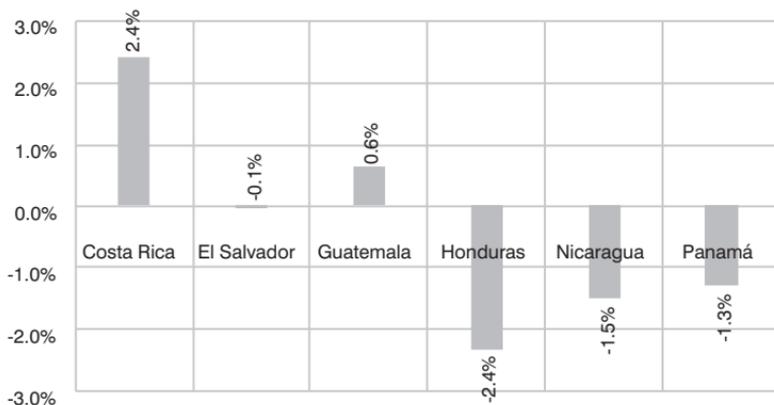
Guatemala y Honduras, aunque no tan dramáticamente como Costa Rica, muestran resultados primarios deficitarios menores a lo requerido, lo que implica la acumulación permanente de deuda y el riesgo de insostenibilidad fiscal. Estos resultados evidencian la necesidad de que Guatemala, Honduras y Costa Rica enfrenten ajustes en su política fiscal para lograr condiciones de sostenibilidad.

### ***3.2.3 Indicador de brecha tributaria de mediano plazo o indicador de consistencia tributaria (Blanchard, 1990)***

El presente indicador busca medir el ajuste de la relación ingresos fiscales/PIB que se necesita para estabilizar la razón deuda/PIB en su nivel actual, considerando la trayectoria proyectada de los gastos en el mediano plazo. Para la construcción de este indicador se utilizaron los niveles de deuda, interés y crecimiento de 2015; mientras que, para la proyección de gastos (excluyendo intereses), se emplearon los marcos de política fiscal de mediano plazo de los países (2015-2018).

La validez de los resultados obtenidos depende fundamentalmente del hecho de que los valores contenidos en la planificación de mediano plazo de los países sea un ejercicio real y consciente; sin embargo, se conoce que para algunos países se trata simplemente de un ejercicio académico que busca promover la idea de una mejora fiscal de mediano plazo, sin disponer de las herramientas específicas para el efecto.

**Gráfica 28. Centroamérica: resultados de la estimación del indicador brecha tributaria de mediano plazo (2015-2018)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de cada país

En consecuencia, a partir de los valores obtenidos para la planificación de mediano plazo, se encuentra que Honduras, Nicaragua y Panamá cumplen la condición de sostenibilidad de mantener la relación deuda/PIB constante de acuerdo con sus proyecciones de gastos en el mediano plazo. Este valor puede interpretarse como la posibilidad de disminuir ingresos tributarios y/o aumentar gastos a una razón del 2.4, 1.5 y 1.3% del PIB, respectivamente. Por su parte, el resto de países obtiene valores positivos, lo que estaría manifestando la existencia de insostenibilidad y, por lo tanto, la interpretación del análisis sería inversa a la de los países antes mencionados. Costa Rica y Guatemala presentan los mayores valores del indicador y, por consiguiente, necesitarían un mayor ajuste en su política fiscal para evitar un crecimiento del porcentaje de la deuda como razón del PIB. El caso de El Salvador puede ser una excepción, dado que, de cumplir con las metas propuestas por su autoridad fiscal, estaría logrando un mantenimiento de su razón de endeudamiento.

### 3.2.4 *Déficit primario macroajustado* (*Talvi & Végh, 2000*)

Este indicador compara el déficit primario de cada país con el valor que resulta de considerar el pago efectivo de intereses que se están devengando efectivamente en un momento dado, la tasa de crecimiento del país y el nivel de deuda del año anterior. La lógica detrás de esta comparación es conocer si los resultados primarios del año en cuestión alcanzan al menos para sufragar los intereses generados en un período anterior, de manera que, al obtenerse un valor negativo en el indicador, este estaría expresando la existencia de sostenibilidad en un sentido, dado que el resultado primario obtenido sería mayor o igual al pago de intereses.

Los resultados durante el período precrisis (2004-2007) concuerdan con los montos de endeudamiento respectivo, en donde los intereses generados eran relativamente manejables dadas las condiciones económicas y fiscales de los países. Esta aseveración se confirma en la gráfica 29, en donde prácticamente todos los puntos de la línea precrisis se encuentran dentro de la línea punteada que implica la frontera sobre la cual no puede excederse para mantener la sostenibilidad fiscal.

Sin embargo, con la llegada de la crisis financiera internacional, los montos de endeudamiento comenzaron a crecer, producto de las acciones de política anticíclica realizadas por los Gobiernos; como resultado, la carga de intereses presionó a las finanzas públicas de los países que, junto a una disminución en el ritmo de crecimiento de la economía, dieron como resultado un deterioro generalizado en la región (con excepción de Panamá, que mantuvo un nivel de pago de deuda significativo que condujo a la reducción del saldo de la misma).

**Gráfica 29. Centroamérica: resultados del indicador déficit primario macroajustado (periodos en estudio)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras oficiales de cada país

Al interpretar los resultados del indicador para el período post-crisis, se observa nuevamente que los únicos países que presentan sostenibilidad en su política fiscal son Nicaragua y Panamá, lo cual coincide con los resultados de la brecha primaria de corto plazo de Blanchard. Cabe destacar que Nicaragua aventaja a Panamá y al resto de países de la región en las bajas tasas de interés que paga a sus acreedores (3.2% en promedio, durante el período postcrisis). Honduras y Costa Rica presentan la mayor evidencia de insostenibilidad. No obstante, las reformas recientes realizadas por el Gobierno hondureño han revertido la tendencia, mientras que Costa Rica transita por un camino de deterioro continuo dada la carencia de reformas fiscales recientes.



## IV. Conclusiones

- a. Existe una fuerte discusión actual en torno a si los países del mundo deben contratar deuda pública para financiar sus gastos; mientras que algunos ideólogos parten de la consideración de que únicamente deben financiarse los gastos públicos por medio de ingresos corrientes, evitando de esa manera la contratación de la deuda, existen otros que, más vinculados con el desarrollo social, parten del criterio de que una deuda manejada estratégicamente puede contribuir sustantivamente a mejorar las condiciones de vida de la sociedad y a crear condiciones que fortalezcan la productividad general de los habitantes en el mediano y largo plazos. No obstante la discusión, ambos grupos están de acuerdo en que debe buscarse un balance sobre el saldo de la deuda, de manera que no se pierdan los efectos positivos del gasto público por una mala administración del endeudamiento, que puede tener efectos perniciosos sobre la economía de un país.
- b. Los países de la región muchas veces son vistos como un solo bloque de estudio, posiblemente por guardar ciertas similitudes económicas, aparentar que forman un solo bloque comercial y ocupar un área geográfica característica. Sin embargo, un análisis individual más profundo permite concluir que el manejo de la política fiscal y, por ende, la manera de gestionar el endeudamiento público, es diferente para cada una de las naciones centroamericanas.
- c. Los montos nominales de endeudamiento de todos los países de la región han manifestado un crecimiento continuo, en especial a partir del período vinculado con la crisis financiera internacional (2008-2010), lo cual provocó que prácticamente todas las naciones de la región implementaran programas de política fiscal anticíclica, que luego de la crisis no fueron abandonados y pasaron a formar parte de los programas gubernamentales permanentes. Los datos muestran que Honduras cuadruplicó su monto nominal de endeudamiento entre

2008 y 2015; Costa Rica lo triplicó, mientras que Guatemala, Nicaragua y Panamá lo duplicaron. El Salvador, por su parte, presenta un incremento de la deuda equivalente a 1.5 veces el saldo presentado al inicio de la crisis.

- d. No obstante lo anterior, al analizar la relación de la deuda como porcentaje del PIB, solo Guatemala y Nicaragua han logrado mantener prácticamente constante dicha relación, al reportar una variación menor a un punto porcentual durante el período postcrisis, promediando un 24.4 y un 31.3%, respectivamente. Esto indica de alguna manera la existencia de una regla fiscal implícita basada en el criterio de incremento cero del nivel de la deuda. Honduras ha logrado estabilizar su crecimiento en los últimos años, dado que el indicador se incrementó únicamente un 0.6% del PIB en 2015, como producto de la reforma fiscal implementada a inicios de 2014. La deuda del gobierno central de El Salvador parece haberse estabilizado en los últimos años, si se excluye del análisis el manejo opaco que se realiza del endeudamiento de corto plazo; por ello, El Salvador también parece funcionar, en su contratación de deuda, por medio de una regla fiscal implícita que trata de evitar el incremento de la deuda como relación del PIB. Costa Rica es el único país que manifiesta una tendencia altamente creciente del nivel de la deuda como porcentaje del PIB, como producto del mantenimiento de déficits fiscales promedio anuales por encima del 5.1% del PIB durante el período postcrisis.
- e. Previo a la crisis fiscal, Honduras y Nicaragua se beneficiaron por su incorporación a la iniciativa de países pobres fuertemente endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés), lo cual permitió fuertes disminuciones exógenas de su nivel de deuda al recibir la condonación de grandes cantidades. Es importante comentar que Panamá es el único país de la región que logró, por sus propios medios, una disminución en sus niveles de endeudamiento gracias a reportar un crecimiento económico real alto y constante, a pesar de los efectos generados por la crisis financiera internacional. Este último efecto, sin

embargo, se ha revertido parcialmente a partir de 2014 como consecuencia de la implementación de una gran cantidad de obras de ingeniería física financiadas con deuda, siendo la más emblemática la ampliación del Canal de Panamá.

- f. En lo referente a la estructura de la deuda, Costa Rica y Guatemala son los únicos países de la región que se decantan por preferir endeudamiento interno sobre el externo -75.3 y 51.8%, respectivamente, para 2015-, aunque por razones diferentes. Mientras, el resto de países mantiene su cartera de créditos fuera de sus fronteras, de la siguiente manera: El Salvador, 69.4%; Honduras, 62.3%; Nicaragua, 82.3%; y Panamá, 77.8%.
- g. La preferencia costarricense por la contratación de deuda interna responde al manejo de su política monetaria, la cual contempla devaluaciones programadas. Al mantener un mayor porcentaje de deuda interna, este país elimina el riesgo de aumentar el monto del endeudamiento por variaciones cambiarias. Guatemala, por su parte, parece responder más a una estrategia de corporativismo del Estado y colusión de intereses con el sector bancario, como ya ha sucedido en varios países de la región recientemente.
- h. Nicaragua, luego de haberse beneficiado de la iniciativa HIPC y de ser clasificado como el país con el nivel de ingresos más bajo de la región, obtiene empréstitos externos con un alto grado de concesionalidad, lo cual explica su predilección por el endeudamiento externo. En los casos de El Salvador y Panamá, al tratarse de economías dolarizadas, la decisión parece ser indiferente.
- i. Los destinos hacia los que los países centroamericanos dirigen los ingresos procedentes del endeudamiento son muy variados. En algunos casos, el propósito principal es reforzar la capacidad institucional para la ejecución de inversiones de capital, especialmente en el ramo de la construcción y mantenimiento de carreteras y obras de infraestructura y, en

algunos casos, para el mantenimiento de programas sociales y fomento de programas educativos. Costa Rica, El Salvador, Guatemala y, en los últimos años, Honduras, destinan una buena parte de los ingresos por endeudamiento a la amortización de saldos de endeudamiento contraídos en períodos anteriores, lo que denota la incapacidad de los países de generar superávits fiscales para financiar el servicio de la deuda. Esta práctica resulta en la existencia de un esquema similar a en la dinámica de endeudamiento de los países, en la cual contraen deuda para poder pagar la deuda contraída, lo cual solo genera una continua dependencia del endeudamiento.

- j. El análisis de la sostenibilidad de la deuda debe partir no solo del conocimiento sobre su valor actual, sino también sobre su tendencia, la tasa de interés a la que se contrata, el comportamiento de la actividad económica, el nivel del gasto programado por el Gobierno y, por supuesto, la generación de ingresos fiscales para hacerle frente. Si se interpreta que el criterio de sostenibilidad equivale a no incremento del monto de la deuda en su relación con el PIB, la deuda pública será sostenible si el país tiene la capacidad de generar superávits primarios para atender los intereses devengados por los empréstitos de períodos pasados.
- k. Los estándares de las instituciones financieras internacionales sugieren que, dependiendo de la calidad de la institucionalidad pública, y especialmente de la capacidad de pago del país, el saldo de la deuda no debiera sobrepasar el 40.0% del PIB para los países de ingreso medio bajo y política fiscal de calidad media, y del 50.0% para los países de ingresos medios. En atención a estos estándares, podría advertirse peligro de insostenibilidad fiscal para El Salvador y Honduras debido a que sus deudas han sobrepasado y se han sostenido en los últimos años por encima del 40.0% del PIB; en sentido contrario, Guatemala y Nicaragua no tendrían riesgo, atendiendo al hecho de que sus niveles de deuda se han mantenido en niveles por debajo del referido límite. Panamá y Costa Rica, que serían medidos con el estándar del 50.0%, se encontrarían sin

riesgo aparente porque el nivel de la deuda está por debajo de este valor; sin embargo, es preocupante la trayectoria de Costa Rica que, de mantener los niveles de déficit actual, podría alcanzar dicho valor en alrededor de tres años.

- l. Otro de los indicadores de vulnerabilidad más relevantes, relacionado con la presión que ejerce el saldo de la deuda pública sobre las finanzas públicas, es la deuda como porcentaje de los ingresos tributarios que, de acuerdo con la revisión de la literatura correspondiente, no debiera sobrepasar el valor crítico del 250.0%. Los resultados obtenidos muestran que los países en riesgo de insostenibilidad fiscal a partir de este indicador varían. El Salvador ha sobrepasado continuamente el valor crítico promediando cerca de 300.0% durante el periodo postcrisis. Costa Rica, que inició el período postcrisis con un valor de 230.4%, ha llegado a alcanzar un valor de 310.7% en tan solo cinco años. Honduras, por su parte, reporta un promedio durante el período postcrisis del 261.2%, aunque con tendencia a mejorar a partir de la reforma fiscal de 2014. Panamá muestra un 344.2%; sin embargo, aun cuando presenta los niveles más altos de la región, dispone de otras fuentes de ingresos que pueden suavizar el efecto. Guatemala y Nicaragua reportan niveles promedio del indicador por debajo del 250.0%, lo que haría aparentar que ambos países se encuentran fuera de riesgo de insostenibilidad fiscal.
- m. Un indicador muy importante para el seguimiento de la sostenibilidad de la deuda pública es la carga anual que significa sobre el presupuesto la necesidad de honrar, año tras año, los intereses que provienen del endeudamiento. Este indicador no tiene estándares sugeridos internacionalmente y, en términos generales, se sigue a partir del peso de los intereses debido a que, a pesar de que en teoría existen amortizaciones que deben honrarse, en la práctica todos los países utilizan un esquema similar a , por lo que pagan deuda por medio de la contratación de nueva deuda. Los datos obtenidos muestran que Costa Rica tiene un promedio de 16.9% de los ingresos presupuestarios para el período postcrisis utilizados para el

pago de intereses procedentes de la deuda pública; mientras que El Salvador reporta un 14.7%, y Guatemala, un 13.2%. Esto último denota que ambos son los países en los que el peso del pago de intereses sustrae de manera más amplia recursos del presupuesto y que, en condiciones normales, debieran estar siendo utilizados para financiar el desarrollo. Honduras reporta el 10.7% del presupuesto; sin embargo, se estima que dicho indicador mejorará a partir de la reforma fiscal de 2014. Panamá y Nicaragua reportan que el 8.6 y el 5.3% de sus ingresos presupuestarios, respectivamente, están comprometidos para atender a los intereses de la deuda, por lo que no parece ser un peso muy significativo que les impida continuar con sus estrategias de desarrollo.

- n. Los indicadores de sostenibilidad buscan medir el esfuerzo necesario para que la razón deuda/PIB se mantenga constante, de manera que el criterio de sostenibilidad fundamental es el no incremento relativo de dicho indicador, más allá del observado en el presente. La base de algunos de estos indicadores es la búsqueda de las autoridades de generación de superávits primarios, que serían destinados para atender el pago de las obligaciones de la deuda. Aunque muy bajos, entre los países centroamericanos únicamente El Salvador presentó superávits primarios durante el período postcrisis, mientras que el resto de países tuvo que realizar operaciones de deuda para poder cubrir el pago de intereses.
- o. Al analizar los resultados de los indicadores, se encuentra que el resultado primario obtenido por Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Honduras es insuficiente para estabilizar su razón deuda/PIB, dadas las tasas de interés y de crecimiento económico real de cada uno. Los resultados se obtienen a través de la brecha primaria de Blanchard y sugieren que, para poder estabilizar su nivel de endeudamiento, Costa Rica y Honduras necesitan hacer un ajuste en su resultado primario cercano al 2.37 y el 2.2% del PIB, respectivamente. En el mediano plazo, únicamente las metas fiscales contenidas en

la planificación fiscal de Honduras son coherentes con la búsqueda de este tipo de ajuste. Costa Rica mantiene un horizonte de mediano plazo similar, agudizando la insostenibilidad en sus metas fiscales, lo cual hace que este país sea el que más necesita un ajuste fiscal para evitar una potencial situación de insolvencia.

- p. En consonancia, los resultados del indicador propuesto por Talvi-Végh, que incluyen el nivel deuda/PIB del año anterior como una variable que juega dentro de las posibilidades de cada país para mantener la razón deuda/PIB constante, confirman la insostenibilidad de los cuatro países establecidos por el indicador de Blanchard y mencionados en el inciso anterior. Una vez más, Costa Rica y Honduras presentan la mayor evidencia de insostenibilidad, dada la dinámica de sus finanzas públicas, aun cuando la reciente reforma tributaria realizada por Honduras ha logrado revertir parcialmente la tendencia. El resultado de Guatemala muestra que es el país con el menor tamaño de endeudamiento; por consiguiente, con la menor posibilidad de caer en una crisis por deuda en el corto plazo; sin embargo, al combinar los resultados de ambos indicadores se obtiene que existe una tendencia clara al deterioro en el manejo de sus finanzas.
- q. Como consecuencia de los resultados anteriores, se observa que Costa Rica evidencia la situación más preocupante al presentar una tendencia sostenida al deterioro de la mayoría de sus indicadores de deuda durante los últimos años, producto, entre otras causas, de la imposibilidad de alcanzar un acuerdo fiscal que permita definir nuevos mecanismos de financiamiento para su creciente gasto. El Salvador es el país de la región con mayor probabilidad de alcanzar en el corto plazo una situación de insostenibilidad fiscal, debido a la demanda permanente de recursos fiscales que implica la atención al sistema previsional y el relativo estancamiento de sus ingresos fiscales, lo cual se vincula con niveles de crecimiento económico real muy bajos.

- r. Panamá presenta una tendencia a un deterioro más leve; sin embargo, el ritmo de endeudamiento no puede mantenerse en el largo plazo a menos que se implemente una reforma fiscal que permita garantizar nuevos recursos para el financiamiento del servicio de la deuda. Aun así, Panamá continúa teniendo un margen de maniobra mucho mayor que sus contrapartes regionales.
  
- s. Guatemala y Nicaragua presentan un mantenimiento constante de sus resultados, con un margen amplio de holgura en su endeudamiento. El primero de estos países es el que posee la posición más favorable de la región. Honduras, luego de la reforma tributaria de 2014, dispone de una situación más favorable, la cual aún no es decisiva para revertir la tendencia de la deuda pero es un primer paso para consolidar la sostenibilidad de su nivel de endeudamiento.

## V. Recomendaciones

- a. Todos los países de la región deben avanzar hacia el establecimiento de mecanismos de gestión integral de su endeudamiento público, de manera que se pueda realizar un apropiado análisis de beneficio-costo previo a su contratación, que garantice tanto el mayor retorno social posible como las mejores condiciones de endeudamiento en términos de procedencia (acreedores, interés, plazos, entre otros). De esa forma el endeudamiento podrá convertirse en una poderosa herramienta para potenciar el desarrollo de las naciones, sin poner en riesgo la sostenibilidad de sus finanzas públicas.
- b. El Salvador y Nicaragua deben mejorar sus prácticas de transparencia en la computación de las cifras de endeudamiento. El Salvador debe incluir dentro de sus procesos de formulación presupuestaria todas sus necesidades de endeudamiento y así evitar el mantenimiento de deuda flotante de corto plazo, de manera que los registros no subestimen su nivel real de obligaciones para con terceros. Nicaragua debe dar pasos para transparentar la responsabilidad gubernamental sobre los préstamos adquiridos en el marco de la cooperación venezolana del ALBA.
- c. Costa Rica debiera avanzar prontamente hacia la suscripción de un acuerdo fiscal de largo plazo que garantice el financiamiento de sus gastos, para evitar que continúen manifestándose déficits crecientes que deban ser atendidos con endeudamiento. La implementación en Costa Rica de una reforma tributaria podría implicar reducir el riesgo de insolvencia fiscal, pero también que se desvíen menos recursos del presupuesto para el financiamiento de intereses, lo que permitiría utilizar mejor los recursos públicos en beneficio de la sociedad.
- d. Por su parte, El Salvador deberá avanzar hacia la suscripción de un Acuerdo Marco de Sostenibilidad Fiscal que permita

garantizar no solo la suficiencia para atender las necesidades crecientes de su población, sino la sostenibilidad de la deuda del país. Dicho Acuerdo deberá convertirse en un revolvente económico que elimine lo estático de su política fiscal de los últimos años y potencie la capacidad productiva de dicho país en el mediano plazo.

- e. En general, todos los países de la región necesitan crear un sistema de monitoreo permanente que permita definir inicialmente cuál es el nivel apropiado de deuda para cada uno de ellos, a partir de la formulación de su planificación estratégica y operativa de largo plazo, pero también que monitoree de manera eficiente el impacto que los niveles de endeudamiento ocasionan sobre las finanzas públicas de cada nación. Este esfuerzo debe iniciarse con la definición del criterio para cada nación sobre qué se entiende como deuda sostenible o en qué momento se consideran insostenibles los montos del endeudamiento.
- f. Resulta pertinente evaluar la sujeción que, en algunas naciones –especialmente en Guatemala y Costa Rica–, existe de la política fiscal con respecto a la política monetaria, de tal forma que se establezca si el manejo de los estándares actuales y las reglas fiscales implícitas representan en realidad una mejora en el bienestar social, o simplemente son una camisa de fuerza que impide alcanzar niveles apropiados de desarrollo para los países.

## VI. Referencias bibliográficas

- Academia CA. (2015). Obtenido de Academia de Centroamérica, disponible en: <http://www.academiaca.or.cr/es/costa-rica-la-sostenibilidad-fiscal-de-una-economia-endeudada/>.
- Acevedo, C. (2001). El Salvador: Fusades, DEES.
- BCCR (2016). Obtenido de Banco Central de Costa Rica, disponible en: [http://www.bccr.fi.cr/indicadores-economicos\\_/finanzas\\_publicas.html](http://www.bccr.fi.cr/indicadores-economicos_/finanzas_publicas.html).
- BCN (2006). Obtenido de Banco Central de Nicaragua, disponible en: [http://www.bcn.gob.ni/divulgacion\\_prensa/notas/2006/p070706\\_01.html](http://www.bcn.gob.ni/divulgacion_prensa/notas/2006/p070706_01.html).
- BCN (2016). Obtenido de Banco Central de Nicaragua, disponible en: <http://www.bcn.gob.ni/publicaciones/periodicidad/semestral/cooperacion/index.php>.
- BID (2007). Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Blanchard, O. (1990). «» OECD. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.
- BM (2009). Banco Mundial, Heavily Indebted Poor Countries Capacity Building Programme, Washingtong D.C. Disponible en: [http://www.development-finance.org/pt/component/docman/doc\\_download/83-debt-sustainability-indicators-2009-02.html](http://www.development-finance.org/pt/component/docman/doc_download/83-debt-sustainability-indicators-2009-02.html).
- Calvo, G., Izquierdo, A., & Talvie, E. (2003). NBER Working Paper 9828, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Consejo de Ministros de Hacienda o Finanzas de Centroamérica, Panamá y la República Dominicana (Cosefin)

- (2009). Declaración de San Salvador. 23 de Febrero de 2009, El Salvador, Centroamérica.
- FMI (2002). Departamento de Elaboración y Examen de Políticas. Washington D.C.: Fondo Monetario Internacional.
  - FMI (2003). Washington D.C.: International Monetary Fund.
  - FMI (2003). Washington D.C.: Fondo Monetario Internacional.
  - FMI (2006). Obtenido de Fondo Monetario Internacional, disponible en: [http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/DSAGUIDE\\_EXT200610.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/DSAGUIDE_EXT200610.pdf).
  - FMI (2006). Obtenido de Fondo Monetario Internacional, disponible en: <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2006/04/pdf/celasun.pdf>.
  - FMI (22 de mayo de 2013). Obtenido de Fondo Monetario Internacional, disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40567.0>.
  - FMI (2016). Obtenido de Fondo Monetario Internacional, disponible en: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/jdsfs.htm>.
  - Fosdeh (2008). Disponible en: [http://www.fosdeh.com/archivos/documentos/areas/Macroeconomia\\_y\\_politicas\\_publicas/deuda\\_publica/El\\_Alivio\\_de\\_la\\_Deuda\\_Externa\\_de\\_Honduras\\_y\\_la\\_Estrategia\\_para\\_la\\_Reduccin\\_de\\_la\\_pobreza.pdf](http://www.fosdeh.com/archivos/documentos/areas/Macroeconomia_y_politicas_publicas/deuda_publica/El_Alivio_de_la_Deuda_Externa_de_Honduras_y_la_Estrategia_para_la_Reduccin_de_la_pobreza.pdf).
  - Instituto Centroamericano de Estudios Fiscales (Icefi) (2011). Guatemala, Icefi, 2011, 94 p.
  - International Budget Partnership. (2015). Open budget survey 2015. IBP, Washington D.C. 71 pp.
  - Intosai (2010). . Recuperado el 12 de agosto de 2015, de Organización Internacional de las Entidades Fiscalizadoras

Superiores, disponible en: [http://es.issai.org/media/14665/issai\\_5411\\_s.pdf](http://es.issai.org/media/14665/issai_5411_s.pdf).

- Mendoza, Carlos A. ( S / F). Disponible en: <http://docplayer.es/13707168-El-pecado-original-del-sistema-financiero-guatemalteco-una-junta-monetaria-corporativista-carlos-a-mendoza-introduccion.html>
- Mendoza, E. G., & Oviedo, P. M. (2004). (manuscrito), University of Maryland and NBER. Recuperado el 12 de agosto de 2015, disponible en: <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2004/60/pdf/mendoz.pdf>.
- MH (2016). Obtenido de Portal de Transparencia Fiscal, disponible en: [http://www.transparenciafiscal.gob.sv/ptf/es/DeudaPblica/Perfil.html#\\_vTab1400](http://www.transparenciafiscal.gob.sv/ptf/es/DeudaPblica/Perfil.html#_vTab1400).
- Moody's (2016). Obtenido de Moody's Investors Service, disponible en: <https://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingSymbolsandDefinitions.pdf>.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., & Espinoza, R. (2015). International Monetary Fund. Washington D.C.: IMF Discussion Note.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Kim, J. I., & Qureshi, M. S. (2010). International Monetary Fund, Research Department.
- Paunovic, I. (2005). México: Comisión Económica para América Latina (Cepal).
- Reinhart, C. M., y Rogoff, K. S. (2011). México, D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Secmca (junio de 2002). Secretaría Ejecutiva, San José: Consejo Monetario Centroamericano, disponible en: [http://www.secmca.org/INVESTIGACIONES\\_ECONOMICAS/InvestigacionesSECMCA/DT02%20Sostenibilidad%20Fiscal%20en%20CA.pdf](http://www.secmca.org/INVESTIGACIONES_ECONOMICAS/InvestigacionesSECMCA/DT02%20Sostenibilidad%20Fiscal%20en%20CA.pdf).

- Sefin (2011). Obtenido de Secretaría de Finanzas, disponible en: <http://www.sefin.gob.hn/?p=16004>.
- Talvi, E., & Végh, C. (2000). «La sostenibilidad de la política fiscal: Un marco básico», en B. I. Desarrollo, Washington, D.C.
- The Economist (11 de febrero de 2010). , disponible en: <http://www.economist.com/node/15498265>.
- Transparency International (2015). . Disponible en <http://www.transparency.org/cpi2015#results-table>

## VII. Anexos

### Anexo 1. La situación de la deuda previsional de El Salvador

En el desarrollo del estudio, por razones de homogeneización de las cifras, únicamente fueron consideradas las deudas adquiridas y acumuladas por los gobiernos centrales de la región centroamericana. La decisión no es del todo correcta, atendiendo a que en los momentos actuales del desarrollo económico y el avance de la transparencia fiscal internacional, prácticamente todos los países del mundo ofrecen información del sector público no financiero, que consolida la información tanto del gobierno central, de los gobiernos municipales o regionales, como de las instituciones descentralizadas y autónomas del país; esto último sin embargo, no sucede en Centroamérica, por lo que, en el aspecto de transparencia fiscal, todavía queda mucho camino por recorrer.

No obstante lo anterior, el caso de El Salvador merece ser analizado en forma más detenida, debido a que ofrece ciertas particularidades que complejizan el panorama de su deuda pública. A diferencia del resto de países de la región, El Salvador posee la particularidad de poseer un endeudamiento heredado del proceso de privatización de su antiguo Sistema Público de Pensiones (SPP), el cual al cierre de 2015 alcanzó 13.5% del PIB, cantidad que ha ocasionado una presión especial al sistema fiscal de esta nación centroamericana, debido a que obliga a las autoridades a producir nuevos espacios fiscales para atender las demandas financieras que produce.

Dicha deuda tiene su origen en la formulación e implementación de la Ley del Sistema de Ahorro de Pensiones (SAP), que en 1996 dio paso al proceso de privatización del SPP. La principal idea del proceso era que los cotizantes podían decidir entre permanecer entre en el SPP y mantener sus cotizaciones y pensiones en el Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS) y el Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos

(INPEP) «caracterizados por ser un sistema de reparto», o pasar sus ahorros al nuevo sistema privado registrándose en alguna de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) creadas, «en las cuales obtendrían beneficios de capitalización individual». En la realidad, dicha situación no ocurrió de esa forma debido a que el SPP ya no percibió cotizaciones, por lo que prácticamente se convirtió en un mecanismo de erogación financiera, sin ingresos disponibles.

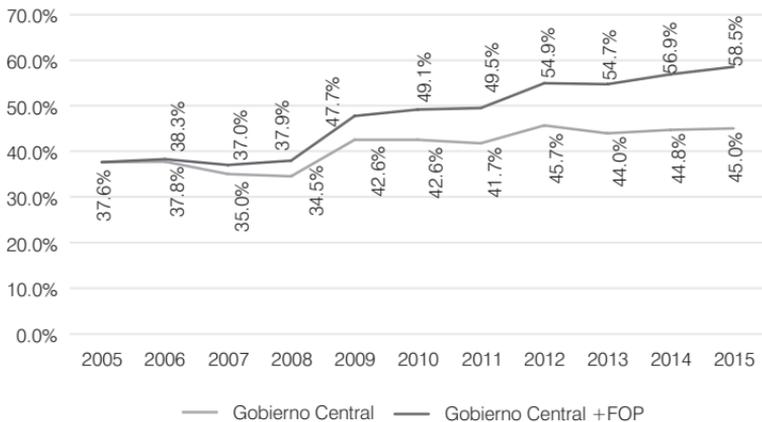
Para asegurar las pensiones de los cotizantes que decidieran permanecer en el SPP, la ley SAP estableció la creación de un fondo de amortización para el pago de dichas obligaciones. En la ley, de acuerdo al Art. 224, el Gobierno tendría la obligación de programar como parte de los gastos del Estado, los montos equivalentes al 0.5% del presupuesto de 1998 a 2000, 1% del presupuesto de 2001 a 2010 y 1.5% de los presupuestos, a partir de 2011. Dicho fondo debía ser invertido en cuotas del fondo de pensiones y el Ministerio de Hacienda no podría disponer de dichos recursos mientras no se hubieran agotado las reservas de los institutos del SPP.

De esta forma, teóricamente la ley SAP establecía un proceso ordenado de transición de la responsabilidad de la deuda; sin embargo, suponía un escenario en el que las reservas técnicas eran suficientes para cubrir las obligaciones previsionales de por lo menos 10 años luego de la entrada en vigor del SAP. Sin embargo, en la práctica, las reservas creadas para el ISSS se agotaron en octubre de 2000, a tan solo dos años de iniciada la reforma, mientras que las del INPEP duraron hasta el mes de agosto de 2002. Como consecuencia, a partir de 2001 el gobierno central comenzó a realizar transferencias al SPP para completar el financiamiento del pago de las pensiones, los gastos administrativos de ambas y la redención de certificados de traspaso a los cotizantes trasladados al SAP.

Sin embargo, lo que inició como un proceso de apoyo presupuestario, terminó por convertirse a partir de 2003, en una financiación

de la totalidad de dichas obligaciones. De esa cuenta, en los años de 2001 a 2006, el Estado transfirió al ISSS e INPEP \$1,401.6 millones para el pago de pensiones, lo que fue financiado principalmente con la emisión de eurobonos, hasta la creación en septiembre de 2006 del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP), cuyo fin único es la emisión de títulos de deuda para financiar las obligaciones previsionales del SPP (Funde, 2014). A diciembre de 2015, la deuda generada por el FOP “Serie A” acumulaba un total de USD3,478.7 millones, equivalente al 13.5% del PIB, lo que a su vez significó una erogación por parte del Estado de USD485.2 millones en el presupuesto de 2015, todo esto correspondiente a los compromisos adquiridos con el antiguo SPP y pagados a través del mismo FOP.

**Gráfica A1. El Salvador: comportamiento de la deuda pública de la administración central y de la derivada por el sistema del FOP, como porcentaje del PIB (2005-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Ministerio de Hacienda de El Salvador y el Banco Central de Reserva.

Desde su creación, el coste anual del FOP, ha promediado un crecimiento nominal del 5.4%, ejerciendo presión sobre las finanzas públicas y desencadenando un crecimiento acelerado del endeudamiento. El coste derivado del sistema previsional, es a la fecha, el responsable de elevar el déficit fiscal con respecto al PIB en 1.9% anual.

En términos de vulnerabilidad, al incluir al FOP en el análisis de indicadores de endeudamiento de El Salvador, los coeficientes cambian significativamente. El indicador de endeudamiento respecto al PIB se eleva de 45.0% hasta un 58.5% para el año 2015, mientras que el porcentaje de la deuda respecto de los ingresos tributarios estaría disparándose al pasar de 297% hasta 385.8%. Ambos valores, que previo a la adición del sistema previsional ya se encontraban por encima de los valores recomendados por las instituciones financieras internacionales, implican una fuerte agudización del problema de la deuda salvadoreña y exacerban la posibilidad de una crisis de sostenibilidad en las finanzas públicas de esta nación centroamericana.

Por otro lado, al incluir el endeudamiento generado por el FOP en el análisis de los indicadores de sostenibilidad, observamos un aumento en la «brecha fiscal – crecimiento económico», la cual pasa de 0.15 a 0.57, y que denota una mayor evidencia de insostenibilidad de la política fiscal, debido a que el esfuerzo fiscal y el crecimiento económico no logran compensar los resultados deficitarios y por tanto no logran estabilizar la razón deuda/PIB a su nivel actual. Por otra parte, al incluir los datos de la deuda del FOP, el resultado primario requerido para mantener la razón deuda/PIB constante, se incrementa de 0.76% a 0.96% del PIB, revelando la necesidad de realizar un mayor esfuerzo fiscal por parte de las autoridades.

En un principio, la brecha tributaria de mediano plazo indicaba que de acuerdo con las metas fiscales propuestas, El Salvador podría lograr un mantenimiento de su razón de endeudamiento. Sin embargo, al incluirse los datos de la deuda del FOP, el país debe de aumentar sus objetivos de ingresos tributarios y/o disminuir sus

metas gastos a una razón de 0.27% del PIB respecto a las planteadas en su marco fiscal de mediano de plazo, sí desean obtener una estabilización en su endeudamiento.

**Tabla A1. El Salvador: estimación del promedio anual de los indicadores de sostenibilidad fiscal al incluir la deuda del FOP, durante el período postcrisis (2011-2015)**

Indicador	Promedio anual período postcrisis	
	Deuda GC	Deuda GC + FOP
Brecha fiscal – crecimiento económico	0.15	0.57
Resultado primario requerido	0.76%	0.96%
Brecha tributaria de mediano plazo	-0.06%	0.27%
Déficit primario macroajustado	(0.0000)	0.0014

**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Ministerio de Hacienda de El Salvador y el Banco Central de Reserva.

Por último, el indicador de déficit primario macroajustado calculado en el desarrollo del estudio, mostraba a El Salvador al borde de la sostenibilidad fiscal, al presentar valores negativos cercanos a cero. Sin embargo, al incluirse el endeudamiento del FOP, la política fiscal planeada ex ante da muestras de insostenibilidad al pasar a un valor positivo (a pesar de ser siempre cercano a cero), expresando entonces que el resultado fiscal primario es insuficiente para cubrir el pago efectivo de intereses sobre la deuda pública.

En conclusión, a pesar de la deuda previsional no pertenece directamente al gobierno central, el compromiso político y real en términos económicos, es de este último, debido a que adquirió los compromisos de pagar el FOP y que año con año aporta para el pago de la amortización e intereses generados por el dicho sistema, por lo que es una carga directa de las finanzas públicas. Por ello, El Salvador debe buscar en el corto plazo una reforma al sistema de

pensiones, que le devuelva al SPP la capacidad de generar ingresos y así autofinanciarse, para que dicho sistema deje de ser una carga exclusiva del Estado y una presión que ponga en riesgo la sostenibilidad fiscal del país.

## **Referencias**

Funde. (mayo de 2014). *Fundación nacional para el desarrollo*. Obtenido de Impacto de la deuda del fideicomiso de obligaciones (FOP) en la sostenibilidad fiscal de El Salvador: <http://www.repo.funde.org/882/1/Imp-FOP.pdf>

## **Anexo 2. La deuda petrolera de Nicaragua y Albanisa**

Al igual que el caso salvadoreño, si únicamente se incluyen en el análisis los datos del endeudamiento del gobierno central para el caso de Nicaragua, puede afirmarse que existen condiciones para alcanzar sostenibilidad de corto y mediano plazo en el manejo las finanzas públicas de esa nación centroamericana. Sin embargo, la existencia de un alto endeudamiento (27.6% del PIB en 2015) por parte de Alba de Nicaragua, Sociedad Anónima (Albanisa), derivado de los acuerdos con la República Bolivariana de Venezuela, podría convertirse en una amenaza para las finanzas públicas del país.

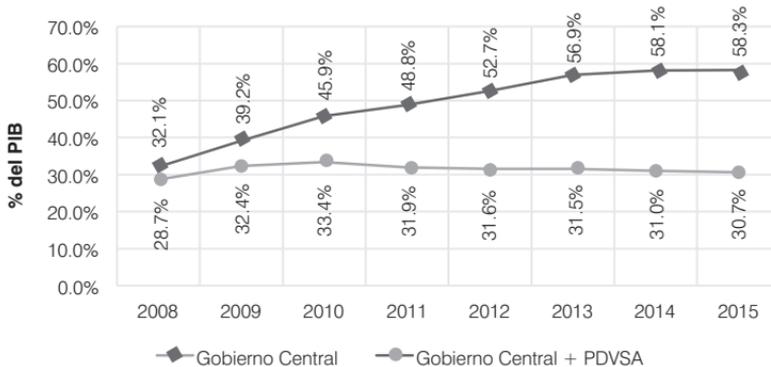
Alba de Nicaragua, Sociedad Anónima (Albanisa) es un consorcio mixto entre PDVSA Caribe (propietario del 51% de las acciones) y la Petrolera Nicaragüense –Petronic– (con el 49% restante), ambas empresas estatales y por lo tanto, con el Estado como responsable contingente de sus obligaciones de deuda. Las operaciones de este consorcio, derivaron en préstamos cuyos fondos son utilizados para programas estatales, tales como: a) proyectos socio productivos (62% del total), dentro de los que destacan: soberanía energética, financiamientos a la industria, al desarrollo del comercio justo, al desarrollo empresarial, y a la producción agropecuaria y forestal, infraestructura habitacional, transporte terrestre y marítimo y de servicios, entre otros, así como a la inversión financiera; b) el 38% restante (USD116.6 millones en 2015) son destinados a proyectos sociales, entre los que se pueden mencionar como los más importantes el Bono Solidario, que incluye dos bonos particulares, el Bono Cristiano, Socialista y Solidario y el Bono al Adulto Mayor. Además, los recursos son utilizados para un subsidio al transporte, el cual maneja dos proyectos: Tarifa Social y Transporte Colectivo (BCN, 2016).

Sí bien la condiciones de los préstamos son sumamente favorables, debido a que contemplan un plazo de vencimiento de 25 años con dos de gracia, a una tasa de interés del 2% de la factura petrolera pendiente, el monto acumulado en todo el período de vigencia del acuerdo Petrocaribe, alcanza USD3,500.8 millones al final de

2015, lo que potencialmente elevaría el nivel de endeudamiento de Nicaragua hasta 58.3% del PIB y la proporción del total de endeudamiento sobre los ingresos tributarios hasta 319.7%, ambos valores muy por encima de lo recomendado por los organismos financieros internacionales y que pondrían a Nicaragua en una situación seria de insostenibilidad y vulnerabilidad en el manejo de las finanzas públicas de mediano y largo plazo.

Por ello, al incorporar los préstamos de PDVSA al análisis de sostenibilidad fiscal, realizado previamente, se produciría un aumento en la «brecha fiscal – crecimiento económico», la cual pasaría de  $-0.07$  a  $0.09$  y que reflejaría indicios de insostenibilidad de la política fiscal. Dicho valor implicaría, que el crecimiento económico de Nicaragua, no logra compensar los resultados deficitarios generales, de tal forma que no logra estabilizar la razón deuda PIB a su nivel actual.

**Gráfica A2. Comportamiento de la deuda pública de la administración central, con la inclusión de los préstamos por cooperación de PDVSA (2008-2015)**



**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Banco Central de Nicaragua (BCN).

Por otra parte, y derivado de la posibilidad de renegociación permanente de la deuda con Venezuela y a las bajas tasas de interés, el resultado primario requerido para mantener la razón deuda/PIB constante se incrementaría de -3.16% a -5.49% del PIB, el cual sin embargo, considerando la previsión de mediano plazo del gobierno nicaragüense, continuaría mostrando margen de maniobra en la sostenibilidad de la deuda, sin que ello implique una reducción de los niveles generales de obligaciones adquiridas. Esto debido a que el análisis parte de la condición de que se mantendría el saldo de la deuda total como constante y que se validaría con las metas fiscales propuestas de mediano plazo. El cálculo de la brecha tributaria de mediano plazo presentaría resultados similares.

El indicador de déficit primario macroajustado continuaría ubicándose dentro de los valores que indican sostenibilidad, a partir de la estimación de los valores presentados por el gobierno de Nicaragua de mediano plazo. Dicho resultado, al igual que los resultados del resto de indicadores, responden al elevado crecimiento de la economía nicaragüense, que junto a las bajas tasas de interés del endeudamiento, le permiten al país tener un alto margen de holgura en el manejo de su política fiscal para el mantenimiento de su nivel de deuda.

**Tabla A2. Nicaragua: estimación promedio de los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública con la inclusión de la deuda por cooperación de PDVSA durante el periodo postcrisis (2011-2015)**

Indicador	Promedio postcrisis	
	Deuda GC	Deuda GC + préstamos PDVSA
Brecha fiscal – crecimiento económico	(0.07)	0.09
Resultado primario requerido	-3.16%	-5.49%
Brecha tributaria de mediano plazo	-1.54%	-4.35%
Déficit primario macroajustado	(0.0044)	(0.0084)

**Fuente:** Icefi, con base en cifras del Banco Central de Nicaragua (BCN).

Sin embargo, es importante recordar que el gobierno de Venezuela se encuentra enfrascado en una crisis política, por lo que la continuidad de los préstamos como la concesionalidad de los mismos, podría variar en el mediano plazo, por lo que de revertirse las condiciones descritas, tanto el apoyo a los distintos programas productivos y sociales, como la sostenibilidad fiscal de Nicaragua quedarían seriamente comprometidos, obligando al país a adoptar medidas extraordinarias para la conservación de las condiciones fiscales actuales, debido a que solo en 2015 la ejecución de préstamos fue equivalente al 13.3% del total de gastos devengados por el gobierno central.

## Referencias

- BCN. (2016). Informe de Cooperación Oficial Externa 2015. Obtenido de Banco Central de Nicaragua: [http://www.bcn.gob.ni/publicaciones/periodicidad/semestral/cooperacion/ICOE\\_2.pdf](http://www.bcn.gob.ni/publicaciones/periodicidad/semestral/cooperacion/ICOE_2.pdf)



