

**ASPECTOS ESTRATÉGICOS EN EL MANEJO DE LA DEUDA SOBERANA
PARA UN DESARROLLO SOSTENIBLE.
DOCUMENTO TEMÁTICO PARA EL DIÁLOGO SOBRE LA DEUDA ENTRE
LAS DIFERENTES PARTES INTERESADAS¹**

15 de octubre de 2004

Contenido

- I. Haciendo operativa la “sostenibilidad de la deuda”
 - II. Aspectos del proceso de manejo de la deuda soberana
 - III. Medidas prácticas para frenar el riesgo y reducir la incertidumbre
- Referencias

*

1. El presente documento ha sido preparado para apoyar el diálogo entre las diversas partes interesadas sobre “deuda soberana para un desarrollo sostenible”, que tendrá lugar el 2005 como parte del seguimiento a la Conferencia Internacional sobre Financiamiento para el Desarrollo, que organizó Naciones Unidas en Monterrey, México, en marzo de 2002. Las consultas sobre deuda apuntan a examinar, tanto en lo concerniente a políticas como en lo operativo, los diversos modos como se puede mitigar y aprovechar las oportunidades que los desafíos en el uso de la deuda soberana externa plantean a las economías en desarrollo y transición.

2. Se espera que las partes interesadas quieran enfocar las discusiones en torno a procesos y políticas prácticos y realizables para el manejo de la deuda soberana externa. El énfasis en este documento temático está puesto en aspectos para la prevención de crisis relacionados con la deuda soberana, sea en términos de llevar el reciente enfoque sobre “sostenibilidad de la deuda” a la fase operativa de elaboración e implementación de una política nacional, sea en términos de mecanismos organizacionales y políticos mediante los cuales los países puedan involucrar a las partes interesadas pertinentes en un proceso adecuado de discusión sobre políticas. Asimismo, requisito indispensable para un manejo eficaz de la deuda es reforzar la confianza del acreedor en el sentido de que los diversos instrumentos y procesos financieros ayudarán a reducir los riesgos de crisis de deuda y que, si se produce, la resolverán de una manera cooperativa, rápida y adecuada. En realidad, el diálogo para reducir la incertidumbre puede por sí mismo prevenir una crisis.

3. En ese sentido, este trabajo presenta una serie de aspectos que podrían servir de punto de partida para las consultas. Se ofrece este documento como material de apoyo, con la

¹ Preparado por la Oficina de Financiamiento para el Desarrollo, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, en cooperación con la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

esperanza de que las múltiples partes interesadas se basen en él para que escojan una serie menos extensa de temas o cuestiones sobre los cuales tratar durante sus conversaciones.

I. HACIENDO OPERATIVA LA “SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA”

4. Esta sección trata sobre cómo un gobierno sabrá si ha pedido prestado demasiado del exterior. El concepto central aquí es el de “sostenibilidad de la deuda”: ¿puede el gobierno estar seguro de que podrá realizar todo el cronograma de reembolsos por concepto de deuda tal como se especifica en todos los contratos de crédito vigentes? Este primer conjunto de temas se ocupa de la magnitud de deuda sobre la que habría que poner atención; el segundo trata del concepto de sostenibilidad; y el tercero se refiere a cómo traducir de la mejor manera posible las recientes iniciativas políticas sobre la evaluación de la “sostenibilidad de la deuda” en prácticas de política operacional.

5. La comunidad oficial de acreedores recientemente ha puesto considerable atención internacional en el tema de la sostenibilidad de la deuda. Si bien es responsabilidad de los gobiernos manejar su propia deuda, los principales acreedores multilaterales y bilaterales se han esforzado recientemente en hacer operativo el concepto de sostenibilidad de la deuda desde sus propias perspectivas. A este respecto, se viene desarrollando dos marcos de sostenibilidad de la deuda, uno para los países de bajos ingresos que sobre todo están endeudados con acreedores oficiales, y el otro para países con un acceso considerable a los mercados financieros internacionales. Mientras, los acreedores privados -y, a nombre de ellos, diversas entidades de calificación crediticia- continúan aplicando sus metodologías para evaluar si el país que pide prestado es sujeto de crédito, lo que constituye su opinión sobre la capacidad del prestatario para pagar puntualmente sus obligaciones de deuda. Así, si bien al concepto de sostenibilidad de la deuda se le puede dar más bien un significado preciso, las diferentes partes interesadas usan el término de diferentes maneras.

*

6. La sostenibilidad de la deuda externa de un país no es la misma que la del gobierno, aun cuando a menudo se trate del mayor prestatario extranjero. El gobierno necesita monitorear el total de la deuda externa del país, no solo por su potencial impacto en la tasa de cambio, sino también porque una crisis financiera externa del sistema bancario -el sector económico con el acceso más probable al crédito extranjero- puede obligar al gobierno a asumir la responsabilidad de las obligaciones externas de los bancos. Dicho esto, sin embargo, las discusiones se concentrarán incluso en el tema más específico de las propias obligaciones externas del soberano, que es esa parte del total de la deuda externa que se encuentra más directamente controlada por los formuladores de políticas nacionales.

7. Lo que hay que incluir en el total de la deuda externa no siempre es claro. En principio, la deuda de gobierno del caso incluye todas las obligaciones del gobierno soberano (nacional). Esto suele incluir (aunque no necesariamente) la deuda de la autoridad monetaria. Como regla general, debe considerar los pasivos eventuales del gobierno frente al exterior, por ejemplo, cuando el soberano garantiza la deuda externa de autoridades locales o de instituciones paraestatales o no estatales, si bien la manera de evaluarlos no es

siempre transparente, sobre todo cuando el pasivo eventual es implícito o informal. Asimismo, el gobierno puede emitir internamente moneda extranjera, denominada pagos de deuda o enlace, sobre la deuda interna a la tasa de cambio, en cuyo caso la deuda acarrea a la deuda externa una serie semejante de riesgos financieros.

8. La deuda soberana interna es parte importante de la carga de la deuda en muchos países en desarrollo, pero aún no ha sido el foco de iniciativas políticas internacionales. La deuda gubernamental interna por lo general ha recibido menos atención en los diversos análisis de manejo de la deuda. Sin embargo, la deuda interna - como suele suceder con las tasas de mercado y en el corto plazo- se ha ido convirtiendo en una parte cada vez más grande de la carga de la deuda de muchos países, con consecuencias fiscales de consideración. Es decir, en algunos países de bajos ingresos, y también en muchos de medianos ingresos, el servicio de la deuda interna es ahora más elevado que el de la deuda externa. El compromiso con la estabilidad macroeconómica puede obviar la opción por la inflación y el compromiso con el desarrollo de mercados financieros internos, que requiere obligaciones gubernamentales libres de riesgo para ofrecer importantes parámetros de referencia, incrementando también la prioridad de conservar la confianza de los inversionistas en la deuda gubernamental interna. La forma como manejar esta excesiva deuda interna aún no ha sido considerada por las diversas iniciativas internacionales para la reforma de políticas tal como se ha hecho con la deuda externa que, comprensiblemente, tiene mayor prioridad en las finanzas mundiales. Sin embargo, se puede asegurar que es un tema muy complejo y que requiere de un enfoque caso por caso.

*

9. Hay algunas situaciones en que la carga de la deuda externa de un gobierno puede ser considerada como insostenible. Se da esta situación cuando la deuda se acumula a una tasa mayor que la capacidad de reembolso, lo que implica que en algún momento el país será incapaz de cumplir con el servicio de la deuda. Una deuda que se acumula demasiado rápidamente puede ser consecuencia de grandes déficits presupuestarios en el gobierno o de altas tasas de interés, mientras que la capacidad de servir la deuda podría verse reducida por una prolongada crisis en la economía debida a múltiples razones.²

10. De otro lado, en la mayoría de los casos, resulta más complicado evaluar si un nivel dado de deuda es sostenible o no. La sostenibilidad de la deuda por lo general es concebida como el reverso de una situación insostenible, es decir, se define por lo que no es. Por ejemplo, la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados (PPME) definió la sostenibilidad de la deuda como una situación en la que aquellos países que se habían “graduado” del sistema iban saliendo de una manera constante del proceso de reprogramación, suponiendo que ellos seguían fuertes políticas macroeconómicas durante sus años de pos-PPME.

² Esto no quiere decir que los inversionistas considerarán insostenible la situación hasta después de que la campana de flotación estalle y le siga un proceso de crisis. Lo que se encara aquí es la realidad, no lo que se percibe.

11. La sostenibilidad de la deuda externa soberana ha sido definida en términos macroeconómicos y sociales. Un enfoque general define una situación de deuda externa sostenible cuando el gobierno puede continuar sirviendo sus obligaciones sin hacer en el futuro una corrección “demasiado irrealista” en el balance entre ingresos y gastos. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha adoptado este enfoque (FMI 2002). Un enfoque complementario considera las obligaciones sociales y de desarrollo de los gastos de un gobierno y su capacidad para generar ingresos, calcula los fondos que podrían estar disponibles para el servicio de la deuda, y compara esto con las obligaciones reales. Los estados miembros de las Naciones Unidas acordaron respaldar este enfoque en el Consenso de Monterrey,³ y con un espíritu semejante el gobierno de Estados Unidos legisló apelando a las instituciones de Bretón Woods para que a los PPME se les limitara el pago de la deuda externa al 10% de sus ingresos, salvo en el caso de países con crisis de salud pública, en cuyo caso el límite prescrito fue de 5% de sus ingresos (Herman 2004, p. 20). Este enfoque también podría ser aplicado al monitoreo de niveles de deuda para su sostenibilidad -a fin de que sirva de advertencia cuando las dificultades surjan en el horizonte-, así como al cálculo de cuánto alivio de deuda necesita un país en crisis.

12. En la práctica es difícil realizar evaluaciones precisas. Si bien algunos factores que determinan la capacidad de reembolso de un país están bajo el control del gobierno, como el esfuerzo fiscal para fijar el marco presupuestario anual, otros factores pueden ser en la práctica muy impredecibles. Una serie de desarrollos no planificados puede hacer que una deuda sostenible se vuelva insostenible, aun si el país sigue políticas económicas prudentes. Estos desarrollos podrían incluir un severo deterioro de la demanda mundial, que reduciría los volúmenes de exportación o que haría colapsar los precios de los productos de exportación. Otros shocks potenciales son el incremento repentino de las tasas de interés internacionales con las que el servicio de la deuda bancaria de corto plazo está condicionado, desastres naturales como terremotos o huracanes, o un “shock de asistencia” por el que se reduce o retrasa la ayuda anticipada de un donante. Tales shocks reducen la actividad económica, perturban los planes y políticas económicas y hacen que la deuda sea más difícil de sobrellevar. El gobierno también puede considerar política y socialmente necesario elevar los préstamos como respuesta a una situación de emergencia, que incluso durante un período limitado de tiempo podría llevar la deuda a un nivel insostenible. Así, en la práctica, las diversas evaluaciones sobre la sostenibilidad de la deuda llevan a a) criterios sobre el riesgo de nuevas situaciones que harían insostenible el monto de la deuda, y b) decisiones sobre los niveles de este tipo de riesgo que el país debería soportar. En su conjunto, estos dos criterios ayudan al gobierno a tomar decisiones generales de préstamos y de presupuesto. Estos son también los factores que deben investigar los potenciales acreedores. En efecto, un país con una deuda sostenible puede sufrir una crisis de liquidez (negación de nuevos préstamos) si sus prestamistas llegan a dudar de que la situación sea realmente sostenible. Esto podría provocar incumplimiento en el pago, aun si la situación del país fuera en verdad sostenible.

³ “En futuros análisis de la sostenibilidad de la deuda también se deberá tener en cuenta el impacto del alivio de la deuda en los avances hacia la consecución de las metas de desarrollo contenidas en la Declaración del Milenio... Se requiere de esfuerzos continuos para reducir la carga de la deuda de países pobres muy endeudados a niveles sostenibles” (UN 2002, párrafo 49).

13. Las dificultades para definir y medir la sostenibilidad de la deuda no absuelven a los gobiernos de su responsabilidad para decidir si debe asumir o no una deuda adicional o a los acreedores de su responsabilidad para otorgar nuevos préstamos. Es, pues, esencial trabajar para aclarar los aspectos del manejo de la deuda para su sostenibilidad.

*

14. En el 2002, el FMI fortaleció su enfoque para la evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública y externa al adoptar un nuevo marco que fue ampliado en el 2003. Ese marco fue desarrollado como parte de la mayor atención del FMI en la prevención de crisis y fue diseñado para países con un importante acceso al mercado financiero. Actualmente, el FMI realiza un análisis de la sostenibilidad de la deuda utilizando su enfoque para la mayoría de los países en el contexto de las consultas del Artículo IV, y en muchos casos de manera más frecuente, dependiendo de las circunstancias particulares de cada país.

15. El enfoque del FMI resalta tempranamente potenciales vulnerabilidades mediante el empleo de plantillas estandarizadas, si bien el conocimiento y la opinión sobre un determinado país sigue siendo parte indispensable del análisis. Las plantillas estandarizadas mejoran la consistencia y la disciplina de los análisis de la sostenibilidad de la deuda al poner en evidencia los supuestos subyacentes y sometiendo la dinámica de la deuda a una rigurosa prueba de estrés. Un elemento importante que se encuentra incluido en la plantilla es el análisis de las necesidades financieras brutas para indicar la vulnerabilidad de un país frente a presiones de liquidez que suelen preceder y precipitar las crisis de deuda en estos países. Sin embargo, el análisis de un país en concreto es esencial para decidir en qué punto la dinámica de la deuda se hará probablemente insostenible. Las crisis financieras se han producido en distintos niveles de deuda, haciendo importante que el análisis de la dinámica de la deuda se complemente con otros elementos que puedan ser fundamentales para determinar el grado de vulnerabilidad ante las crisis, incluidas la estructura y composición de la deuda y la capacidad que tiene el país de manejar su deuda.

16. En el contexto particular de los países de bajos ingresos, el FMI y el Banco Mundial han desarrollado un enfoque conjunto sobre sostenibilidad de la deuda que busca identificar pautas que puedan ayudar a prestatarios y prestamistas a diseñar estrategias financieras apropiadas. Un primer paso en el diseño de estas estrategias es analizar la dinámica de largo plazo de los diferentes indicadores de carga de la deuda bajo el marco político actual del país deudor. Tales proyecciones deben evaluar también la sensibilidad de los indicadores de carga de la deuda a posibles shocks. Los indicadores toman la forma de coeficientes de medición de la deuda o del servicio de la deuda para medir la eventual capacidad de reembolso. El producto bruto interno (PBI), las exportaciones y los ingresos fiscales son las tres principales variables usadas. La primera evalúa la carga de la deuda en términos de la economía general; la segunda en términos de las divisas necesarias para realizar pagos de deuda en moneda extranjera; la tercera en términos de las restricciones que los gobiernos enfrentan al generar sus propios recursos con los cuales hacen sus pagos.

17. Una importante área de discusión en el enfoque del FMI-Banco Mundial se refiere a los mejores indicadores para evaluar la sostenibilidad de la deuda. Existen dos numeradores principales para los coeficientes: el valor neto actualizado (VNA) de la deuda⁴ y el servicio de la deuda durante un período determinado. Para países de bajo ingresos se usa el VNA antes que el valor nominal, ya que permite la comparación entre cargas de deuda que pueden tener niveles muy diferentes de concesionalidad. Sin embargo, si bien el VNA intenta representar la carga general en una sola cifra, no presta atención al perfil de las obligaciones del servicio de la deuda en el curso del tiempo y, en consecuencia, no da cuenta de ninguna concentración importante de los plazos de vencimiento en los siguientes años. Así, el VNA debe ser complementado con proyecciones a largo plazo del servicio de la deuda, incluidos reembolsos de futuros préstamos, para tener una visión más cabal de probables riesgos de crisis.

18. Otra área de debate es la selección de los valores de umbrales para indicar si el trazo proyectado de los indicadores de deuda siguen siendo sostenibles. Para este fin, el análisis del Banco Mundial y del FMI se basa en cálculos empíricos de los umbrales para desarrollar indicadores de referencia. Sin embargo, los recientes estudios econométricos nacionales que han intentado identificar los factores que determinan la capacidad de un país para sostener su deuda externa y evitar la “crisis por deuda”⁵ han descubierto rangos sustanciales de valores para estos factores (FMI y OID, 2004 y Kraay y Nehru, 2004). Así, los umbrales indicativos que se han derivado de estos estudios realizados por el FMI y el Banco Mundial servirían como lineamientos más que como patrones rígidos a la hora de informar sobre decisiones financieras gubernamentales.⁶

19. Los coeficientes de deuda que se proyectaron para aproximarse o superar los umbrales indicativos de un país indicarían al país prestatario y sus acreedores que se requería de recursos subsidiarios adicionales en lugar de nuevos préstamos o de ajustes en la política interna para mantener la deuda a un nivel razonable. Además, ya que los acreedores oficiales, a diferencia de los mercados privados, no tienen que exigir compensaciones por riesgos elevados, el establecimiento de umbrales indicativos de bajos ingresos en sí mismo no crearía el peligro de precipitar una crisis.

20. Asimismo, este enfoque destaca las razones por las que se consideraba inadecuado el alivio de la deuda internacional, acordado previamente para países de bajos ingresos. Por ejemplo, un país que ha abandonado la Iniciativa de PPME y que en unos pocos años se aproxima a sus umbrales de deuda a pesar de un manejo económico adecuado, es puesto en una situación peligrosa a causa de una evaluación que señala que de ahora en adelante el país requiere principalmente de financiación subsidiaria o de

⁴ El VNA de una deuda es el valor que tomaría un activo financiero basado en el mercado que ha generado un flujo de pagos durante un tiempo equivalente al flujo del servicio de deuda futura mientras dura la deuda. Cuando la deuda es concesionaria, el VNA es menor que el valor nominal.

⁵ Crisis de deuda se refiere a sucesos reales de incumplimiento (por ejemplo, incurrir en moras) o a un país que recurre a arreglos financieros excepcionales para evitar incumplimientos.

⁶ Una vez seleccionados, los niveles de umbral reflejarán una opción política internacional sobre el riesgo tolerable de crisis de deuda y las implicaciones financieras del caso. Ya que estos niveles aún se encuentran bajo consideración de las respectivas instituciones, el marco aún no se encuentra operativo.

contracción fiscal en caso de que la financiación subsidiaria no esté disponible. Dada la probable coincidencia con condiciones económicas negativas, los aspectos procíclicos de tales políticas castigarían a la población del país. Precisamente esta preocupación es destacada en los recientes llamados de los gobiernos del Reino Unido y de los Estados Unidos para profundizar el alivio de la deuda en términos de obligaciones de reembolso multilateral establecido en la iniciativa de PPME.

21. Pese a esto, las evaluaciones de la sostenibilidad de la deuda de países individuales son más “arte” que “ciencia” y siempre requieren cierto grado de criterio. Una de las áreas donde es indispensable el criterio está en la interpretación de la importancia relativa de los indicadores individuales. Por ejemplo, un alto VNA de un coeficiente deuda-ingresos combinado con coeficientes de deuda moderados sobre exportaciones y PBI puede no necesariamente indicar un problema de deuda sino más bien una debilidad particular en la movilización de ingresos. De la misma manera, altos coeficientes de servicio de la deuda combinados con un monto de deuda moderado sugieren que un país puede tener margen para pedir préstamos a fin de superar presiones temporales de liquidez. Esto sugiere que el análisis de umbral debe ser visto dentro de un marco fiscal de mediano plazo que permita temporalmente déficits e indicadores de deuda pública más altos, tal como se requiere. También se debe tener criterio en el tratamiento de obligaciones internas, como se señaló antes, para las cuales no hay umbrales disponibles.

22. En efecto, la investigación empírica que sustenta los umbrales de sostenibilidad de la deuda se encuentra en una etapa inicial, tal como queda remarcado con el hallazgo de que la “calidad” de las políticas e instituciones es un factor determinante. Una evaluación confidencial del Banco Mundial sobre la calidad de las políticas ha hecho colapsar indicadores de todo tipo, desde los referidos a política macroeconómica, hasta derechos de propiedad y corrupción corporativa, género y política ambiental, política comercial y manejo de la deuda pública, etc., convirtiéndolos en un simple índice numérico. No es pues claro qué significa en realidad la “calidad” de una política o si el complejo indicador simplemente refleja una relación que este y sus principales (y muy correlacionados) componentes tienen con un aspecto de la política, como el control de la inflación (un equivalente razonable a “políticas macroeconómicas saludables”). Además, expertos del Banco Mundial han alertado sobre la incapacidad del índice, de la Evaluación Institucional y de Política del País (CPIA) y de otros de su clase para discriminar de manera confiable entre los diferentes países (Kaufmann, Kray y Mastruzzi, 2003). Así, si bien factores institucionales y otros de tipo macro son sin duda relevantes para determinar la capacidad individual de cada país para sostener su deuda en el tiempo, hay razones para dudar de que la CPIA sea un indicador suficiente.

23. Así, si bien el marco sobre la sostenibilidad de la deuda del Banco Mundial y el FMI se encuentra considerablemente desarrollado, las dos instituciones están trabajando en algunos temas con miras a hacer completamente operativo dicho marco en un gran número de países de bajos ingresos. Por lo general, estos temas se refieren a tres áreas principales: modalidades para implementar análisis sobre sostenibilidad de la deuda, determinación de umbrales indicativos, implicancias operativas para el Fondo y otros donantes e instituciones financieras internacionales.

II. ASPECTOS DEL PROCESO DE MANEJO DE LA DEUDA SOBERANA

24. El principal tema de esta sección es que la coherencia de una política en torno al tema de la deuda no es un estado natural y necesita ser desarrollada. Esta sección se refiere a aspectos organizacionales y políticos de cómo los gobiernos manejan su deuda y al fortalecimiento de relaciones entre acreedores públicos y privados para incrementar la coherencia y la confianza. Hace hincapié en el rol positivo del intercambio de información y del diálogo entre las diversas partes cuyos intereses fundamentales residen en una mayor coherencia en el proceso de formulación de políticas.

*

25. El manejo de la deuda gubernamental empieza en la oficina de manejo de la deuda, pero es parte fundamental del proceso general de formulación de una política económica. En su nivel más básico, los gobiernos necesitan saber qué pagos por servicio de la deuda se debe hacer, en qué moneda y en qué plazos. No solo se trata de un aspecto esencial de operaciones del tesoro a corto plazo, sino también de decisiones en términos de añadir a la deuda total toda la información sobre las obligaciones futuras en las que ya se ha incurrido y sobre otras en las que probablemente se incurrirá. Movilizar y monitorear esta información suele ser la función de la oficina de manejo de la deuda. Por lo general, esta interactúa con funcionarios de políticas de deuda, quienes recomiendan la adopción de políticas de préstamo por parte del jefe de gobierno y del congreso. Además, interactúa con acreedores extranjeros públicos y privados y con el público en general, que también tiene una necesidad legítima y fundamental de estar informado sobre temas de deuda.

26. Es importante que los gobiernos aprecien el vínculo entre la esperada carga suplementaria del servicio de la deuda externa, el elevado riesgo de incumplimiento por altos niveles de deuda y las oportunidades presupuestarias abiertas por los préstamos para el desarrollo y la reducción de la pobreza. Esto supone que las relaciones entre el presupuesto fiscal general, los gastos actuales y futuros en desarrollo y reducción de la pobreza, los nuevos préstamos programados para la deuda pública (e interna) y los riesgos a los que con ellos se incurre deben ser apreciados por los que toman las decisiones del caso. Si bien es relativamente fácil hablar de la necesidad de una mayor coherencia política por parte de las diversas oficinas gubernamentales que, cada una por su lado, se ocupa del manejo de la deuda, del desarrollo y de la reducción de la pobreza, lograr esa coherencia puede constituir un verdadero desafío.

27. Una mayor coherencia política a nivel nacional implica una comunicación y un diálogo público e intragubernamental eficaces. Para ilustrar este problema, consideremos los ministerios responsables de la concepción y el diseño de proyectos individuales de gran infraestructura. Sus equipos buscarán establecer coaliciones dentro y fuera del gobierno para promover sus proyectos. Compete a la autoridad central, a la oficina de presupuesto y al ministerio de finanzas establecer iniciativas individuales que estén en coherencia con la necesidad de una política general y un marco macroeconómico internamente consistente que tome en cuenta asuntos relacionados con la sostenibilidad de la deuda. En efecto, los legisladores y las partes interesadas no oficiales que no pertenecen a la burocracia

gubernamental permanente en países deudores pueden jugar un papel más importante en el diálogo sobre políticas y, de esa manera, servir como una fuerza que contribuya a una mayor coherencia entre las diversas políticas y las metas nacionales, así como para mejorar su consistencia interna. Sin embargo, a menudo requieren mejores canales de comunicación para acceder a una información más completa y oportuna, y para que sus opiniones sean escuchadas por el gobierno. En suma, una mayor transparencia puede contribuir a mejorar el proceso de formulación de políticas.

28. También se requiere fortalecer la cooperación internacional para incrementar la capacidad de manejo de la deuda. A fin de mejorar la gestión de la deuda externa, los que la manejan en muchas economías en desarrollo y transición necesitan dominar varias técnicas nuevas (pruebas de estrés, análisis de sensibilidad etc.), así como tener acceso a toda la información pertinente sobre los portafolios que ellos manejan. Sin embargo, la mayoría de las oficinas que administran la deuda en estos países están sobredimensionadas y subfinanciadas. Se requiere de recursos adicionales para la creación de capacidades, a fin de que los países se apropien del análisis de la sostenibilidad de su deuda en vez de dejarles la principal responsabilidad de esa tarea a sus socios internacionales. La asistencia técnica puede jugar un papel importante para superar las restricciones existentes. Es, pues, importante identificar las áreas específicas en las que se necesita asistencia adicional.

*

29. Asumir nueva deuda soberana no es solo decisión del prestatario. Los acreedores también deben decidir si extienden o no un préstamo. Una auditoría legal y financiera (due diligence) de parte de los acreedores permite evaluar la sostenibilidad de la deuda del prestatario.⁷ Si bien los prestamistas de la banca comercial internacional han evaluado tradicionalmente si los gobiernos prestatarios son sujetos de crédito, basados en su actual relación con el país del caso, los compradores de bonos confían en mayor medida en evaluaciones independientes, como las de entidades de calificación crediticia. Sin embargo, los grandes inversionistas institucionales suelen ofrecerles sus propias evaluaciones, basadas en montos variables y en información confiable.

30. Es importante que haya buenos canales de comunicación entre un gobierno y sus acreedores, sobre todo cuando los bonos juegan un papel importante en el financiamiento externo del país. Los tenedores de bonos que operan en un mar de incertidumbre tienden más al pánico y a la venta precipitada que aquellos que desarrollan una confianza basada en su relación actual con las autoridades prestatarias. Uno de los mecanismos sencillos para facilitar dicha comunicación son los encuentros programados entre un gobierno deudor y sus principales acreedores del sector privado y los bancos de inversión. Para mayor abundamiento, y en beneficio de este nuevo tipo de activo soberano de mercado como un todo, compete a los intermediarios financieros privados del exterior proteger el interés de sus clientes minoristas mediante un despliegue total de información

⁷ Hay (o, según algunos, debería haber) una dimensión política en la auditoría legal y financiera; por ejemplo, algunas autoridades han buscado aplicar recientemente el concepto de “deuda odiosa” para aliviar al gobierno sucesor de Irak de la responsabilidad de servir los préstamos que habían sido otorgados al régimen anterior.

sobre eventuales riesgos para ellos, así como retornos esperados por las compras de bonos soberanos de economías emergentes.

31. Los acreedores oficiales se han ido dando cuenta de que ellos también deben apreciar mejor la sostenibilidad de la deuda de los gobiernos clientes con bajos ingresos. Si bien los acreedores oficiales suelen prestar en el marco de una política determinada, cada día les preocupa más la capacidad de reembolso de sus clientes. En efecto, el creciente interés internacional en el análisis de la sostenibilidad de la deuda en países pobres es producto del creciente reconocimiento de que los acreedores oficiales han prestado en el pasado a gobiernos de países pobres más allá del punto de sostenibilidad y de que en el futuro deben más bien ofrecer más financiamiento de subsidios.

32. También se necesita mayor coherencia con los acreedores oficiales y entre ellos. En ocasiones, los esfuerzos que hace un gobierno acreedor para promover determinadas exportaciones a países que reciben asistencia entran en conflicto con el compromiso del mismo gobierno para fomentar el logro de metas de desarrollo como las que aparecen en la Declaración del Milenio. Igualmente, a veces los donantes y acreedores oficiales dan asistencia condicionada, elevando el costo del financiamiento y reduciendo la eficacia de la asistencia. Asimismo, los programas apoyados por diferentes donantes y acreedores oficiales en un país que recibe asistencia pueden a veces trabajar teniendo metas opuestas. Esto ha suscitado promesas por parte de la comunidad internacional “para armonizar y dar apoyo a estrategias de desarrollo nacionales, modernizar el uso de la condicionalidad, poner más atención en los resultados y usar sistemas nacionales cuando sea “apropiado”.⁸ De hecho, los ministros en el Comité Internacional Monetario y Financiero, en apoyo de la ejecución del Consenso de Monterrey, acaban de solicitar asistencia internacional para el proceso de la Estrategia para la Reducción de la Pobreza, incluida la del FMI, a fin de que esté mucho más en consonancia con las prioridades económicas nacionales.⁹

33. Se han hecho propuestas específicas para crear más mecanismos internacionales formales, incluidos un “mecanismo multilateral de vigilancia de la deuda” (MVD) y un “centro de información” privado (sin fines de lucro) (Cohen et al., 2004; Samuels, 2002). Cada uno de ellos serviría como un foco para la recolección y difusión de la información sobre deuda en tiempo real. Las propuestas apuntarían a movilizar información creíble y oportuna sobre deudas privadas y públicas y a difundirla de manera que se la pueda usar fácilmente, y en ese proceso establecer mejores canales de comunicación entre todos los tipos de acreedores externos y de gobiernos prestatarios. Esto también podría servir para nuevas formas de presentar la información a fin de que atiendan de manera más directa las necesidades de los inversionistas y acreedores potenciales.

34. Sin embargo, los sistemas de información no existen en el aire. En el caso del MVD sugerido para monitorear la deuda de países de bajos ingresos, los que lo proponen hacen

⁸ Comité de Desarrollo (Comité Ministerial Conjunto de los Directorios de los Gobernadores del Banco Mundial y del FMI sobre la Transferencia de Recursos Reales para Países en Desarrollo), *Communiqué*, Washington, D.C., 2 de octubre 2004, párrafo 6.

⁹ Comité Internacional Monetario y Financiero del Directorio de Gobernadores del FMI, *Communiqué*, Washington, D.C., 2 de octubre 2004, párrafo 18.

hincapié en la necesidad que tiene el sistema de estar estrechamente ligado al diálogo sobre políticas que los acreedores oficiales mantienen con los prestatarios, de manera que se incremente el papel potencial del sistema en la prevención de crisis.

35. Pese a sus beneficios potenciales, la ejecución de dichas propuestas no está libre de dificultades. Aún está por evaluarse si los costos de crear y mantener dichas bases de datos excederán los beneficios de los bienes públicos que podrían proporcionar a los acreedores y deudores a fin de evitar una reestructuración de la crisis. Además, dadas las dificultades de crear un sistema obligatorio, no queda claro si un acuerdo voluntario podría evitar problemas de cobertura y seguir siendo útil. Si bien se podría asumir parte del desafío definiendo claramente las metas de dichos sistemas de información, no queda claro qué nivel de desagregación debería hacerse público, y hasta qué punto los acreedores estarían dispuestos a revelar información concerniente a préstamos.

36. De lo anterior, se desprende que además de los gobiernos deudores y sus partes interesadas nacionales, los acreedores extranjeros, públicos y privados, tienen un interés común por un buen manejo de la deuda de países en desarrollo que mantenga la coherencia con las principales metas y que se comunique de manera efectiva con todas las partes interesadas del caso. Es importante que los deudores y acreedores trabajen juntos en estos temas, pero también asegurar que las partes nacionales interesadas -sobre todo los gobiernos- hagan suyas de manera efectiva las políticas de sostenibilidad de su deuda.

III. MEDIDAS PRÁCTICAS PARA FRENAR EL RIESGO Y REDUCIR LA INCERTIDUMBRE

37. Aparte de monitorear el crecimiento de la deuda y de asegurar un adecuado proceso institucional y político para su manejo, se han propuesto medidas prácticas para hacer menos riesgoso un nivel dado de deuda y para reducir la incertidumbre del acreedor. En ese contexto, los riesgos surgen de posibles eventos que incrementan la probabilidad de incumplimiento soberano, como los mencionados en el parágrafo 11. La incertidumbre tiene que ver con la forma cómo los gobiernos y sus acreedores externos responderían si ocurriesen situaciones de alto riesgo o de total incumplimiento. Se debe elaborar un enfoque adecuado sobre el manejo de la deuda para enfrentar situaciones difíciles así como para frenar el riesgo y reducir la incertidumbre. Esta sección propone respuestas a estos temas.

*

38. Nuevos instrumentos financieros internacionales y un mejor uso de los instrumentos existentes pueden darle a un gobierno mayor capacidad para evitar crisis de deuda por shocks económicos. Algunos analistas postulan que no es casual que el incumplimiento soberano de la deuda externa ocurra con relativa frecuencia. Dado que los gobiernos con una economía en desarrollo y transición principalmente solicitan préstamos a plazo fijo y que la volatilidad real en la economía mundial, los incumplimientos y la subsecuente reestructuración de la deuda son prácticamente la única manera de que un deudor reacondicione su sistema. Sin embargo, los analistas se preguntan

cada día más si esto tiene que ser así. ¿Puede un mayor uso de diferentes tipos de instrumentos de préstamo hacer que el sistema funcione mejor?

39. La comunidad internacional ha ofrecido desde hace mucho tiempo facilidades financieras especiales para reducir el impacto de shocks económicos externos, y responde a los desastres naturales ocurridos en países en desarrollo mediante programas internacionales establecidos y un apoyo ad-hoc. Estos métodos para contrarrestar los efectos negativos de shocks internos y externos fueron creados al reconocer que las economías en desarrollo difícilmente podrían responder por sí mismas a tales shocks. Los instrumentos desarrollados para tales circunstancias han empleado financiamiento ex-post para amortiguar el shock. Entre ellos figuran las subvenciones “portafolio B”, también conocidas como FLEX, del Acuerdo de Cotonou de la Unión Europea,¹⁰ y el Programa de Financiamiento Compensatorio del FMI. No hace mucho, el Banco Mundial ha desarrollado programas ex-ante orientados al mercado, como el ofrecimiento de incluir productos de cobertura como aditamentos a los préstamos no concesionales del Banco. Sin embargo, los gobiernos de países deudores han mostrado poco interés en utilizar estos instrumentos, cuestionando lo adecuado de su diseño o las condiciones de su uso.

40. También se podría explorar otros instrumentos financieros, que pueden ayudar a mitigar los efectos de los shocks en las diversas políticas. Por ejemplo, si bien los mercados existen como seguros contra desastres naturales que garantizarían el pago de deudas en caso de ocurrir alguno, en la actualidad muy pocos países hacen uso de ellos. Una alternativa es la emisión de bonos soberanos de catástrofe, por los que se exime de algunos o todos los pagos del principal y de los intereses en caso de una catástrofe previamente especificada.

41. El empréstito soberano en moneda local es una forma promisorio de evitar riesgos monetarios ocasionados por el desajuste natural entre ingresos tributarios en moneda local y obligaciones de deuda en moneda extranjera. El principal desafío es hacer atractivo a los prestamistas extranjeros el hecho de asumir ellos mismos el riesgo de la tasa de cambio. Más probable es, en efecto, que los inversionistas extranjeros cambien el instrumento de moneda local mediante un mercado de productos derivados en moneda local, si bien, tal como se vio en la crisis de 1998 de la Federación Rusa, esto tampoco está libre de riesgos. El uso de productos financieros derivados para manejar pasivos externos y flujos de pago externos tiene sus beneficios, pero también puede ser costoso, sobre todo para países pequeños, por lo que no se hace con frecuencia.

42. Puede haber posibilidades para ampliar los préstamos oficiales y privados en moneda local. Los bancos multilaterales de desarrollo han tratado de contribuir a la reducción del problema del desajuste monetario mediante el desarrollo de programas de préstamo en moneda local basados en recursos en moneda local que han generado por medio de la emisión de bonos en el mercado financiero interno, y se ha hecho algunos intentos para cubrir el riesgo en la tasa de cambio. Recientemente, se ha sugerido también

¹⁰ El XXXB reemplaza a los programas de compensación “Stabex” y “Sysmin” para la volatilidad de precios de los acuerdos anteriores entre la Unión Europea y los países asociados de África, el Caribe y el Pacífico.

que la Asociación Internacional para el Desarrollo (AID) -el programa concesional del Banco Mundial- debe poner sus recursos a disposición de los países de bajos ingresos mediante préstamos indexados en moneda local. Cuando los recursos del AID son otorgados por gobiernos donantes y no por mercados internacionales de capital, hay flexibilidad en la manera cómo el banco puede querer otorgar los préstamos AID (Hausmann y Rigobon, 2003).

43. Entre los medios alternativos para reducir el riesgo de crisis de deuda existen instrumentos crediticios que condicionan el pago de la deuda a importantes indicadores económicos. Estos instrumentos ofrecen pagos menores en caso de pobre actuación económica o de shocks económicos. Además, a diferencia de financiamientos compensatorios o de otras formas de liquidez, estos mecanismos de protección no aumentan el nivel de deuda durante los períodos de estrés. Los instrumentos que vinculan el pago de deuda con los precios de los productos tienen una larga historia, si bien el “buy-side” tiene limitado interés en ellos dentro de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, en países prestatarios ha resurgido el interés de promover dichos instrumentos así como aquellos en los que el pago depende de factores climáticos o incluso de cómo se desenvuelvan los socios comerciales. Pese a esto, es necesario seguir investigando para saber cómo diseñarlos mejor.

44. Algunos países deudores se han mostrado interesados en nuevos instrumentos, como los bonos vinculados al PBI, donde el cronograma de pagos está determinado por el desenvolvimiento general de la economía. A diferencia de instrumentos de deuda convencionales, estos bonos actúan como estabilizadores automáticos contracíclicos: cuando la actividad económica se debilita y en consecuencia los ingresos fiscales disminuyen, los pagos de la deuda se reducen, de ahí que el gobierno se vea menos presionado para reducir otros gastos. Y a la inversa, al aumentar la actividad económica, los pagos se incrementan cuando pueden ser realizados con facilidad.

45 . También existen reintegros para los nuevos instrumentos. Primero, dada la variabilidad en la producción de tales instrumentos, los compradores en el mercado financiero demandarían una prima con características patrimoniales por tenerlos. Segundo, si bien un amplio uso de tales instrumentos reduciría el grado de riesgo de un monto dado de deuda y en consecuencia elevaría el nivel de deuda sobre el cual un indicador de sostenibilidad de la deuda debería alertar, sería aún más difícil de lo que resulta hoy derivar un nuevo y adecuado indicador de referencia. Tercero, algunos de estos nuevos instrumentos pueden ofrecer más incentivos para distorsionar los datos estadísticos nacionales a fin de reducir o cambiar el cronograma de pagos (de otro lado, los países que emiten bonos vinculados al PBI considerarán necesario tener oficinas estadísticas confiables e independientes a fin de hacer que sus deudas sean atractivas para los inversionistas internacionales). Finalmente, un fenómeno que todos experimentan cuando se introduce algún nuevo instrumento financiero consiste en superar un “obstáculo de adopción”, cuando los compradores potenciales del instrumento se muestran preocupados por la liquidez limitada del mismo y demanden una prima por fijar precios.

46. La introducción de una estructura jerárquica en la deuda soberana podría hacer frente a una fuente importante de inestabilidad en los mercados de deuda soberana.

La deuda soberana tiende a ser homogénea: a diferencia de lo que sucede en mercados crediticios corporativos, la deuda soberana carece de una estructura jerárquica explícita que determine la prioridad de los activos de los acreedores en caso de incumplimiento. En consecuencia, los acreedores soberanos están más expuestos a la “disolución de la deuda” que sus contrapartes corporativas: sin una estructura jerárquica, cualquier deuda nueva reduce los activos que los actuales acreedores esperan recuperar en caso de incumplimiento. Esto da un gran incentivo a los actuales acreedores para vender sus tenencias cuando se deterioran las condiciones, tal vez haciendo caer abruptamente los precios de los bonos en los mercados secundarios y elevando la rentabilidad al mismo tiempo que el gobierno busca ampliar su préstamo. Si existen grandes posibilidades de disolución de la deuda, los inversionistas en deuda soberana se verán alentados a tener instrumentos de corto plazo. En cambio, montos más elevados de deuda de corto plazo elevarán el riesgo de una crisis por deuda en caso de que un deudor deba revertir de manera más frecuente el vencimiento de la deuda vendiendo nuevos productos.

47. Establecer una jerarquía en la deuda soberana entraña una serie de riesgos específicos. Se puede introducir de diferentes maneras una jerarquía en la deuda soberana, pero una alternativa pragmática sería mediante la provisión de contratos en bonos que protejan a los tenedores de bonos de la disolución por cualquier emisión futura.¹¹ Sin embargo, la reducción de la jerarquía de la última emisión de deuda vendida por el gobierno elevaría la prima de riesgo sobre esa emisión y, en consecuencia, su costo de interés. Asimismo, si un país que busca incurrir en más deuda conforme su situación económica se deteriora tuviera una estructura jerárquica explícita sobre su deuda, esto podría cortar su acceso a nuevos préstamos internacionales en una etapa temprana, incrementándose el riesgo de crisis de liquidez (pero también evitando el crecimiento desmedido de la deuda que suele preceder al inicio de una crisis). También, y de manera más general, al complicar la fijación de precios, la jerarquía diferenciada podría hacer más costosa la deuda.

*

48. Por lo general, las crisis de deuda externa soberana están envueltas en la incertidumbre, ya que no hay reglas fijas, solo prácticas informales diferenciadas para corregir la situación cuando un país entra en crisis. Si los principales protagonistas financieros en una crisis de deuda pudieran dar un paso atrás y ver la situación como un todo y desde una perspectiva de largo plazo, encontrarían conveniente llegar a un pronto y ordenado acuerdo que otorgue al país deudor una salida de la crisis hacia una reestructuración sostenible de la deuda. Sin embargo, el interés principal de los acreedores individuales es maximizar el valor de sus activos después de reestructurar el servicio de la deuda. Además, los acreedores privados suelen buscar activos post-crisis con alta liquidez, de manera que puedan venderlos en el mercado, que es algo que los acreedores oficiales no consideran. Mientras tanto, el interés principal del gobierno deudor es minimizar su servicio de la deuda post-crisis y volver a tener lo más pronto posible relaciones internacionales normales con los mercados financieros y los acreedores oficiales. Últimamente, ha habido mucho interés en fortalecer los procesos mediante los cuales

¹¹ El enfoque contractual reflejaría ampliamente la estructura jerárquica utilizada en deudas corporativas.

podrían unirse estos diversos intereses a fin de lograr una reestructuración duradera de las obligaciones externas de un país en crisis; proceso en sí mismo óptimo, si bien en el mejor de los casos está aún en pleno desarrollo.

49. En los noventas, se temía que un número relativamente pequeño de tenedores de bonos “ariscos” pudieran socavar una reestructuración de deuda soberana, pero ese temor ha disminuido. Lo que preocupaba era que inversionistas “de rapiña” comprasen bonos pasados a muy bajo precio, que no estuviesen de acuerdo con reestructurar la deuda mediante una amortización parcial de la misma y que buscaran más bien conseguir un valor nominal total en las cortes del país acreedor, lo que, si tenía éxito, reduciría los valores de recuperación para los otros acreedores. Este problema no surgió en los ochentas, cuando predominaban los préstamos de la banca comercial, ya que los acuerdos crediticios requerían que todo banco que obtuviese un mayor porcentaje de recuperación de un prestatario incumplido lo compartiese con otros bancos. El temor de aquellos tenedores de bonos ariscos, cuyos documentos no contenían cláusulas que mencionaran esa obligación de compartir, era probablemente exagerado. Esto en parte porque un instrumento legal llamado “consentimiento de salida” parecía una manera satisfactoria de contener la amenaza. Sin embargo, la reciente introducción de Cláusulas de Acción Colectiva en bonos que ya no estaban sujetos a ellas ha reducido el potencial de perturbación. Si bien la mayoría de los bonos soberanos vigentes de economías emergentes actualmente no cuentan con dichas cláusulas, con el tiempo serán reemplazados por bonos que sí las tengan.¹²

50. Una fuente mayor de incertidumbre para el acreedor es saber si los diferentes acreedores recibirán o no un trato semejante en la reestructuración de la deuda. El gobierno en crisis, en particular el de un país de medianos ingresos, probablemente incumplirá varias emisiones de bonos diferentes, con plazos diferentes y monedas diferentes, e incumplirá también préstamos de consorcios bancarios y créditos de exportación externos, que habrían sido asumidos por la agencia oficial de créditos de exportación del país exportador. Muy pocos contratos en bonos contienen cláusulas “de agregación” que describan cómo los activos de los tenedores de diferentes emisiones de bono deberían ser llevados a negociación con el deudor.¹³ Aun si lo hicieran, no existe ningún mecanismo que asegure un trato semejante con la deuda bancaria incumplida, que es tratada mediante un proceso aparte de negociación llamado Clubes de Londres, o uno de aquellos endeudados con acreedores gubernamentales mediante otro proceso separado, el Club de París. Formalmente, es responsabilidad del gobierno deudor en crisis establecer la comparabilidad, si bien estará asistido por el FMI, con el que tendrá un programa de ajuste macroeconómico vigente. En realidad se trata de una competencia, con el gobierno y con los diferentes acreedores y sus comités de negociación, cada uno buscando el mejor arreglo posible. Sin embargo, a diferencia de un caso de bancarrota corporativa, no existe un juez que supervise el proceso y asegure que se cumpla la ley de quiebra. No existen tal ley ni tal juez, puesto que el deudor es un gobierno soberano.

¹² En el 2003, Uruguay cambió básicamente todos sus bonos externos sin Cláusulas de Acción Colectiva, por bonos que sí las tenían, reduciendo de inmediato la amenaza de este problema.

¹³ Una excepción es Uruguay, cuyos bonos nuevos contienen una cláusula limitada de agregación.

51. Otra fuente de incertidumbre es saber si el deudor recibe o no suficiente alivio para tener una oportunidad razonable de mantener la deuda sostenible. Si bien algunos de los acreedores venderán sus activos al gobierno moroso una vez resuelta la crisis, los acreedores gubernamentales no tienen tal opción, y otros pueden no tener la alternativa de vender. Su interés debe ser que las obligaciones de la deuda reestructurada sean ahora plenamente honradas y que no sean una vez más incumplidas. Lo que sucede a este respecto es por demás variado, ya que muchos países han requerido en verdad un seguimiento de la reestructuración de la deuda. Mientras que en una serie de casos el retorno a una crisis de deuda reflejaba un nuevo caso de desorden, en otros casos reflejaba la continuidad de una crisis que no había sido adecuadamente resuelta en el primer intento. De hecho, hay razones para preocuparse ante la necesidad de reiterados intentos para hacer frente a las cargas excesivas de deuda de los países en desarrollo más pobres durante décadas reconociendo que los tratamientos previos no ofrecían suficiente alivio y que se necesitaba hacer más. El actual pedido de alivio adicional para los PPME por parte de dos de los países más industrializados, como se advirtiera antes, es un caso resaltante a este respecto.

52. Existen diferentes ideas sobre cómo reducir la incertidumbre, pero no existe consenso sobre ninguna de ellas. Hubo muchas dificultades en la iniciativa del FMI para crear un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana, que fue llamado un enfoque “estatutario” para llevar a los acreedores y deudores a negociaciones más efectivas. Ha habido una marcada preferencia por un enfoque “voluntario” y orientado al mercado, si bien en su contenido no se detalla cómo se trataría la emisión de bonos en sí. Si se esboza un “código de conducta” para establecer la forma de reestructurar la deuda de una manera eficaz y cooperativa que tenga la aceptación de gobiernos deudores y grupos de acreedores (sobre todo, compradores de bonos), entonces se definirá mejor el enfoque voluntario. De lo contrario, otras ideas podrán garantizar una revisión, como la propuesta de crear un “foro de deuda soberana” independiente y sin fines de lucro, que tal vez contenga un servicio de mediación y mecanismos para la resolución de disputas privadas (Gitlin 2002).

53. En este punto, es responsabilidad de los gobiernos individuales de países deudores tratar de reducir la incertidumbre mediante relaciones abiertas en curso con acreedores y otras partes interesadas en la situación de deuda externa del país. A este respecto, lo más importante por un lado son los temas discutidos en la sección II en torno a la transparencia y al diálogo entre las partes interesadas pertinentes y, de otro lado, el manejo efectivo de la deuda a un nivel operativo y en términos de cumplir políticas coherentes para una verdadera sostenibilidad de la deuda, tal como se vio en la sección I.