

# ZOOM Económico

## Crisis de deuda y calidad de las instituciones políticas: *¿qué relación hay?*

Sebastián M. Saiegh

2012 / 05

---

### Las claves

- ✓ Presento evidencia sobre las propiedades positivas que tiene en el coste de emitir deuda (i) limitar el poder político discrecional; (ii) establecer un sistema democrático, frente a uno autocrático; y (iii) contar en este último con acreedores representados en el poder ejecutivo, como ocurre en gobiernos de coalición en países con sistemas de elección proporcional.
- ✓ El texto pone de manifiesto cómo alterar el orden constitucional, al proponer gobiernos constituidos al margen de los cauces ordinarios; establecer “paréntesis” en el juego democrático, para hacer frente a situaciones sobrevenidas; y defender reglas de elección que generen gobiernos “más ejecutivos”, que no contemplan que su mayor capacidad de decisión les permite más margen para reestructurar deuda de forma unilateral; pueden no ser, necesariamente, la receta a seguir para reducir el coste de emitir deuda soberana en los mercados mayoristas de crédito.

“

*Analizo los determinantes políticos e institucionales del coste de financiar deuda pública y, en concreto, de cesar pagos.*

”

## Introducción

En varios países de la OCDE, incluyendo España, asistimos a una crisis económica sin precedentes, cuyo corolario es una crisis social que tiende a fomentar el cuestionamiento de las instituciones políticas. Teniendo en cuenta que ésta viene predeterminada por la crisis de deuda soberana, conviene presentar la evidencia disponible en relación a cuáles son las características de las instituciones políticas asociadas a un menor coste de emitir deuda pública y, en particular, de evitar una suspensión de pagos. Ello es particularmente relevante en un momento en que se plantean propuestas “de mejora”<sup>1</sup> para hacer frente a los problemas que caracterizan a países como España. En esta argumentación subyace el supuesto de que la crisis de deuda es evidencia de otros problemas más graves de tales países, íntimamente relacionados con su sistema político.

En este documento **analizo los determinantes políticos e institucionales del coste de financiar deuda pública y, en concreto, de cesar pagos**. El artículo presenta evidencia sobre las propiedades positivas que tiene en el coste de emitir deuda (i) limitar el poder político discrecional; (ii) establecer un sistema democrático, frente a uno autocrático; y (iii) contar en este último con acreedores representados en el poder ejecutivo, como ocurre en gobiernos de coalición en países con sistemas de elección proporcional.

En conjunto, el texto pone de manifiesto que la alteración del orden constitucional, como se propone al abogar por gobiernos constituidos al margen de los cauces ordinarios; el establecimiento de “paréntesis” en el juego democrático, para hacer frente a situaciones sobrevenidas; y la defensa de reglas de elección para contar con gobiernos “más ejecutivos”, donde no se contempla que su mayor capacidad de decisión puede, precisamente, provocar la reestructuración de deuda pública de forma unilateral; pueden no ser, necesariamente, la receta a seguir para reducir el coste de emitir deuda soberana en los mercados mayoristas de crédito.

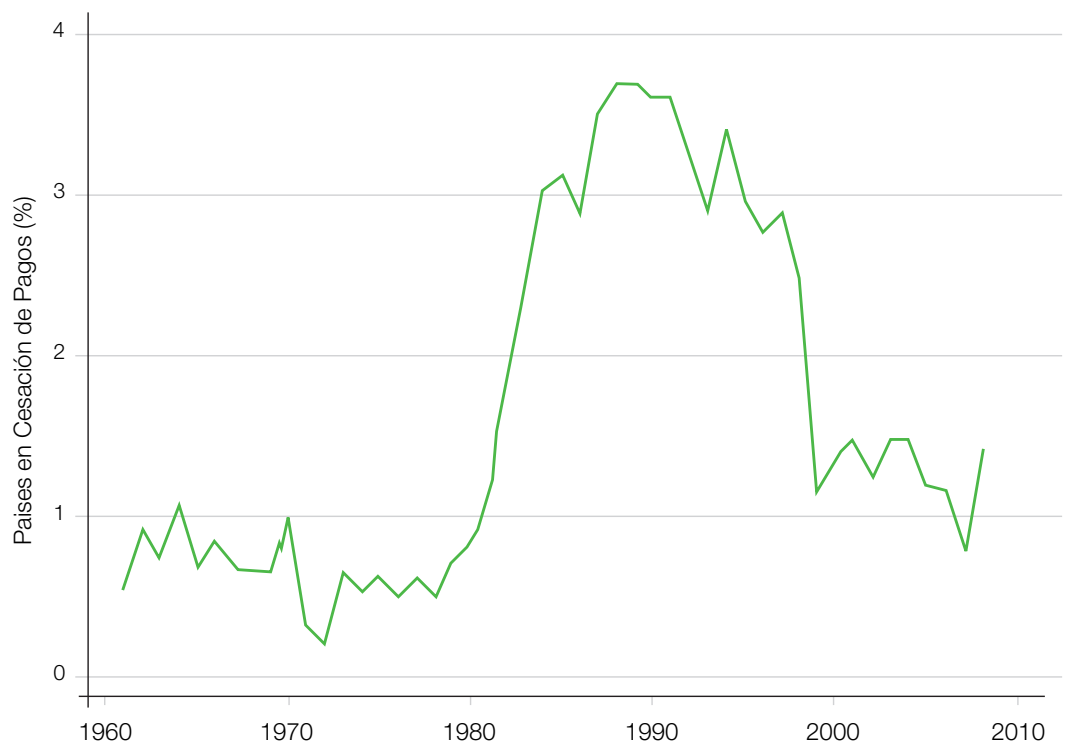
1 “Mejoras” que incluyen (i) defender gobiernos de concentración nacional, cuyo establecimiento puede ser contrario a los cauces previstos en el ordenamiento jurídico para constituir un gobierno; (ii) elegir como gobernantes a personas que no se han presentado a las urnas, caso de Grecia e Italia; (iii) abogar por cambiar las reglas de elección al parlamento, para contar con modelos más “ejecutivos” de gestión ([http://politica.elpais.com/politica/2012/09/08/actualidad/1347129185\\_745267.html](http://politica.elpais.com/politica/2012/09/08/actualidad/1347129185_745267.html)); (iv) dejar a los diputados sin sueldo, para dar “ejemplo” (<http://www.castillalamancha.es/actualidad/notasdeprensa/cospedal-%E2%80%99Cla-supresi%C3%B3n-del-sueldo-de-los-diputados-regionales-supon-e-un-ejercicio-de-responsabilidad>); etc.

## El Endeudamiento Público

Hacer frente a los compromisos de crédito generados por el erario público es un reto muy importante al que se enfrentan gran número de países. Valga como extremo el ejemplo reciente de algunos países que han entrado en cesación de pagos como Rusia (1998), Pakistán (1999), Ecuador (1999 y 2008), Ucrania (2000), Argentina (2001), Paraguay (2003), Uruguay (2003), Venezuela (2004) y República Dominicana (2005). Una mirada a los últimos 40 años permite ver que la proporción de países cuya deuda pública se ha encontrado en cesación de pagos y/o ha sido reprogramada aumentó considerablemente a principios de la década de 1980, alcanzando su nivel más elevado en 1990 (véase Gráfico 1). Adicionalmente, el valor total de los bonos soberanos y préstamos bancarios en mora también alcanzó su punto máximo en 1990, por un volumen total de \$ 335 billones de dólares.

Algunos analistas sostienen que el principal papel de la deuda pública es permitir al gobierno, al actuar como un planificador social benevolente, financiar la

**Gráfico 1.** Porcentaje de Países en Cesación de Pagos.



**Fuente:** Elaboración propia

“

*Muchas decisiones sobre deuda soberana son tomadas por gobernantes que ... responden a múltiples intereses sectoriales.*

”

acumulación de capital o atenuar el impacto de desastres naturales/financieros o de las fluctuaciones económicas. Sin embargo, **muchas decisiones sobre deuda soberana son tomadas por gobernantes que** no actúan de forma desinteresada, en pos de un beneficio social, sino que **responden a múltiples intereses sectoriales**. En este trabajo, nos centramos en algunos condicionantes institucionales y políticos que afectan al repago de la deuda soberana.

La idea de que decidir pagar o no la deuda soberana es una decisión política y no sólo una cuestión sobre la solvencia financiera de un Estado, tiene arraigo tanto en la prensa como en la literatura académica. La importancia de la política viene dada, entre otras, por dos características intrínsecas que distinguen a la deuda pública de la deuda entre actores del sector privado. En primer lugar, la voluntad de pago no está necesariamente relacionada con la capacidad de pago. Como bien señala Drazen, un país puede tener técnicamente la capacidad para honrar sus deudas, pero sus dirigentes pueden tomar la decisión política de entrar en cesación de pagos (2000: 587). Este hecho está íntimamente conectado con un segundo elemento característico de la deuda pública: las fuertes limitaciones existentes para forzar el cumplimiento efectivo de sus pagos. La principal razón reside en que, tal y como sostienen Bulow y Rogoff (1989), los bienes que usualmente los países otorgan como garantía para obtener crédito tienen un valor muy pequeño. Es decir, los activos que generalmente se ponen a disposición de los acreedores en caso de cesación de pagos solo suponen una módica fracción de la deuda<sup>2</sup>.

Estas consideraciones han llevado a los analistas a afirmar que las moratorias en el pago de la deuda pública son mayoritariamente fruto de un cálculo estratégico por parte de gobernantes y no el resultado de una legítima situación de quebranto financiero. El argumento es que los gobernantes de los países deudores suelen comportarse de forma oportunista dentro de un contexto político, realizando una estrategia que incluye el cálculo de los costos y beneficios en relación al cumplimiento de los compromisos asumidos<sup>3</sup>.

2 Para una revisión de esta literatura, véase Eaton y Fernández (1995) y, más recientemente, Struzzenegger y Zettelmeyer (2006).

3 Los costos potenciales asociados con la cesación de pagos incluyen la imposibilidad de obtener préstamos en el futuro, la interrupción del comercio internacional, o algún castigo específico por parte de la comunidad financiera internacional. Los beneficios incluyen algunos que tienen un impacto inmediato: reducir los pagos del capital y/o los intereses de la deuda o directamente suspenderlos implica que el estado no deberá destinar parte de sus ingresos a cumplir con la totalidad del servicio de la deuda.

“

*La decisión de repudiar o no deuda tiene ... consecuencias distributivas: se establecen ganadores y perdedores por tales medidas.*

”

Es cierto que la tentación de entrar en cesación de pagos puede ser particularmente atractiva para las autoridades ante una mala situación macroeconómica (ante la perspectiva de una recesión), sin que el país se encuentre ante un riesgo de quebranto. Sin embargo, gran número de gobiernos han estado dispuestos a hacer lo contrario: adoptar duras medidas de ajuste, incluyendo medidas macroeconómicas, para asegurar el cumplimiento de sus compromisos con los acreedores. En pos de honrar el servicio de la deuda soberana, las autoridades han reducido el gasto público y/o aumentado impuestos. Es decir, las consideraciones de políticos “oportunistas” establecidas en un conjunto muy amplio de estudios constituyen un argumento muy conocido. Sin embargo, estudios recientes han demostrado que tal comportamiento es contrario a algunas de las principales prácticas observadas en la política. Numerosas crisis de deuda han tenido lugar en países sólo después de afrontar recesiones muy profundas y tras haber adoptado medidas y planes de ajuste muy duros que han fracasado, aunque fuesen amparados por los organismos internacionales (Levy Yeyati 2006, Inter-American Development Bank, 2007).

Así, en este sentido, el momento preciso en que tiene lugar una cesación de pagos responde a consideraciones políticas, pero suele ser tras haber renunciado a la tentación inicial de adoptar decisiones deliberadamente oportunistas, que generasen beneficios inmediatos para la economía nacional y, por extensión, en relación a la valoración de los gobernantes en un país.

**La decisión de repudiar o no deuda tiene, por supuesto, consecuencias distributivas<sup>4</sup>: se establecen ganadores y perdedores por tales medidas<sup>5</sup>.**

Es decir, es obvio que ante la decisión de entrar en cesación de pagos para financiar un determinado nivel de gasto público, cada miembro de la sociedad tendrá

4 ¿Por qué? Supongamos que las autoridades de un país deciden suspender los pagos de deuda. El valor presente del flujo de pagos suspendidos es una transferencia que reduce los pasivos del país. En el largo plazo, sin embargo, tal mejora del balance del Tesoro Público no tiene porqué mejorar las perspectivas de crecimiento. Valga como ejemplo si la tasa de ahorro de la economía se mantiene igual a la existente antes de la cesación de pagos: el país sigue siendo altamente dependiente de financiación exterior. Si, adicionalmente el país se enfrenta a severas restricciones de crédito como consecuencia de la moratoria, financiar el mismo nivel de consumo que existía antes de declarar la cesación de pagos exigirá liquidar activos productivos en el corto plazo. En tanto éstos no se distribuyen de forma uniforme en la sociedad, el repudio de la deuda pública implicará necesariamente un conflicto distributivo.

5 Si no se repudia la deuda, la adopción de recortes presupuestarios destinados a asegurar el pago de la deuda afectará de forma directa a los empleados del sector público, desempleados y pobres. En algunos casos puede ser políticamente factible reducir el gasto público. En otros casos, sin embargo, dicha estrategia rápidamente se enfrentará a una oposición activa y efectiva.

“  
 Por resumir,  
 las autoridades de  
 un país no  
 suelen  
 recurrir a la  
 ligera a  
 no pagar  
 deuda  
 pública.  
 ”

preferencias distintas sobre éste (el pago/repudio de los compromisos crediticios), independientemente de si es acreedor o no. Por ello, no es menos cierto que aunque un gobierno haya estado dispuesto a adoptar difíciles medidas de ajuste para poder hacer frente al pago de la deuda, eventualmente se tendrá que ver enfrentado al juego político de quién pierde o gana si hace frente a un impago de la deuda. Es decir, los incentivos a los que se enfrentan los gobernantes para honrar los compromisos con los acreedores o para declarar una moratoria de la deuda pública acaban por depender, eventualmente, de la distribución de recursos y de la naturaleza del sistema político en una determinada sociedad.

**Por resumir, las autoridades de un país no suelen recurrir a la ligera a no pagar deuda pública** pues, de hecho, las ocasiones en que los países han cesado pagos son reducidas en relación al número de ocasiones en que, efectivamente, han seguido manteniendo pagos. Sin embargo, no es menos cierto que, eventualmente, ante una situación de manifiesta dificultad para hacer frente a los pagos, aunque no de quebranto financiero, los condicionantes políticos eventualmente acaban por determinar el rango de opciones de las que dispone un gobierno en la práctica. Por ello, la adopción por parte de las autoridades de políticas de ajuste para satisfacer el pago de la deuda, o en cambio, reprogramar o repudiar los compromisos con sus acreedores dependerá, pues, de la intensidad con la cual los diferentes grupos en la sociedad manifiesten y hagan valer públicamente sus opiniones, incluidas las de los acreedores.

## Calidad de las Instituciones y Crédito Público

La noción de que los gobiernos regidos por un sistema de leyes e instituciones ordenado en torno a una constitución (Estado de Derecho) tienden a honrar sus deudas en mayor medida que otros tipos de gobiernos ha sido una idea prominente en el mundo académico de la ciencia política al menos desde la publicación del influyente artículo de Douglass C. North y Barry Weingast sobre el endeudamiento público en Inglaterra durante el siglo XVII (North y Weingast, 1989).

Nótese que si los mercados reconocen la calidad de las instituciones, entendidas como procedimientos destinados a limitar la discrecionalidad de los gobernantes, entonces estos últimos pueden lograr mejor financiación a igualdad de condiciones (*ceteris paribus*). Este argumento ocupa un lugar destacado en el debate teórico sobre la relación entre las instituciones políticas y la deuda sobe-

“  
*La adopción de restricciones institucionales ha dado lugar a mejoras significativas en los términos del endeudamiento público.*  
 ”

rana. Sin embargo, por su propia naturaleza, este planteamiento presenta un desafío para su evaluación empírica. El impacto positivo de las restricciones institucionales sobre las primas de riesgo es difícil de medir: ante el convencimiento de que cierta mayor virtud presupuestaria no será reconocida por su condición de régimen no democrático, los gobernantes en regímenes autocráticos pueden optar por ser más virtuosos de lo necesario<sup>6</sup>, tirando abajo la evidencia que pudiera estar disponible al respecto.

En un trabajo reciente examino la relación entre el Estado de derecho y el endeudamiento público cuando los gobernantes adoptan sistemáticamente arreglos institucionales que les permitan obtener mejores condiciones de crédito (Saiegh 2012). Para evaluar adecuadamente la relación entre instituciones políticas y crédito público examino la evolución de las primas de riesgo de los bonos soberanos emitidos por Argentina entre 1822 y 1913. En particular, analizo si existe una “ruptura estructural” en el costo del financiamiento del sector público Argentino. Si, efectivamente, las reformas institucionales tuvieron un impacto suficientemente significativo en el costo de endeudamiento, entonces dicha ruptura debería coincidir con la adopción de tales reformas.

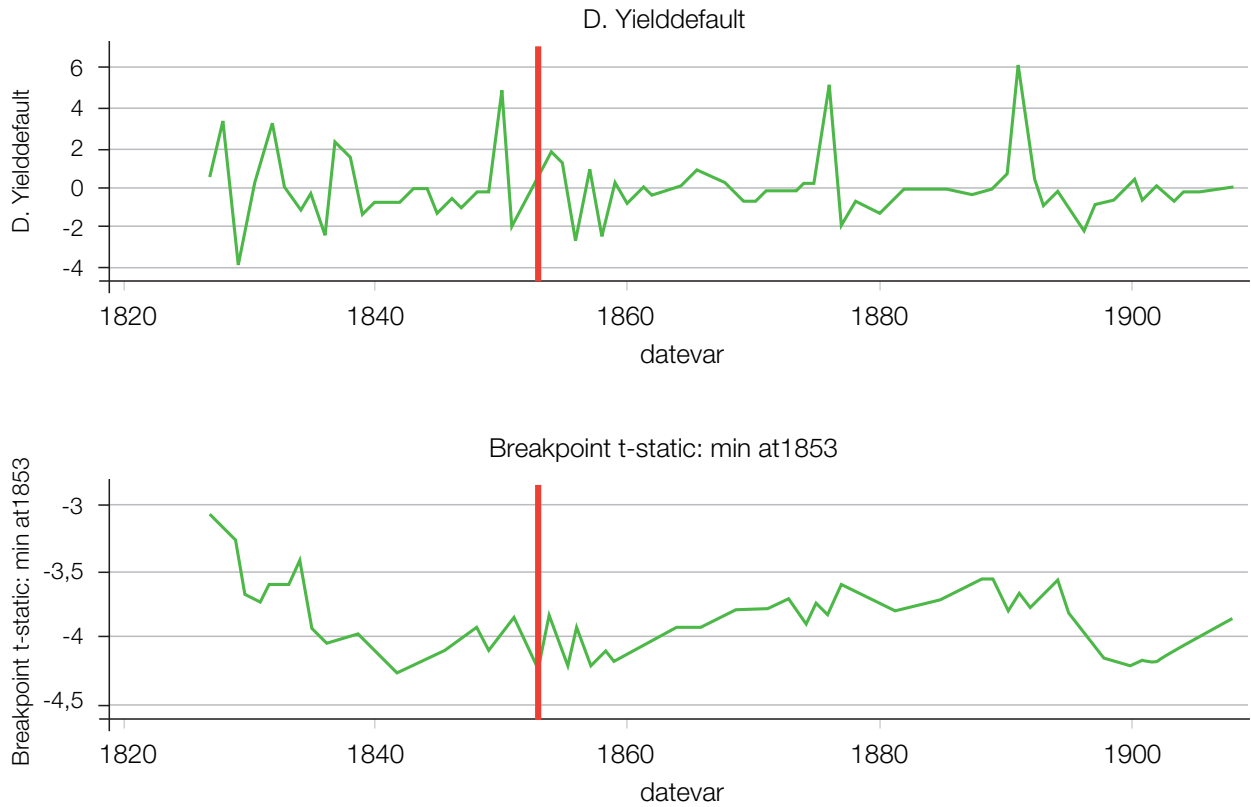
El análisis estadístico que he realizado (basado en la prueba de Perron-Voleang de ruptura estructural con fecha desconocida) indica que **la adopción de restricciones institucionales ha dado lugar a mejoras significativas en los términos del endeudamiento público** (véase Gráfico 2) en Argentina. En concreto, durante el período comprendido entre 1820 y 1853, la ausencia de restricciones institucionales sobre el poder ejecutivo estuvo asociada al racionamiento del crédito, el establecimiento de préstamos a corto plazo, y el uso de la creación de dinero para financiar déficits públicos. Por el contrario, la adopción de un sistema constitucional a partir de 1853 que restringía la discrecionalidad del gobierno y establecía la división de poderes (frenos y contrapesos) tuvo como consecuencia una mayor abundancia y abaratamiento del crédito.

## ¿Existe una ventaja democrática?

Al desarrollar el anterior punto de vista, es concebible sopesar cómo el mecanismo electoral, al fomentar en mayor medida la rendición de cuentas por parte de los gobernantes, coadyuvaría (junto con la existencia de instituciones que

<sup>6</sup> Como, por ejemplo, alcanzando superávits presupuestarios de forma sistemática para limitar su dependencia de financiación ajena.

**Gráfico 2.** Quiebra estructural en la serie temporal de Tasas de Tipos de Interés (Argentina, 1822-1913).



**Fuente:** Elaboración propia

restringan la discrecionalidad ejecutiva) a que los regímenes representativos sean más propensos a honrar sus deudas que los países autocráticos (Schultz y Weingast 2003).

Los estudios históricos tienden a dar sustento a esta tesis de una ventaja democrática (North y Weingast 1989; Stasavage 2007 y 2011; Dincecco 2009; Summerhill 2011; Saiegh 2012). Sin embargo, éstos centran su análisis en aquellos países que antes han adoptado regímenes democráticos. Algunos estudios más recientes, basados en análisis estadísticos más amplios, muestran un panorama diferente (Stasavage 2003; Jensen 2005; Archer, Biglaiser y DeRouen 2005). Por lo tanto, es necesario replantearse si efectivamente existe una ventaja democrática.

En los últimos treinta años, los mercados de capitales en donde acciones, bonos y una variedad de otros valores negociables son comercializados se han multi-

“  
 la “ventaja democrática”  
 debe de estar caracterizada por ... (1) un mejor acceso a los mercados internacionales de crédito y (2) mejores condiciones de financiación.”

”

plicado. Mientras el rol de los tradicionales préstamos bancarios ha disminuido, la preponderancia de la emisión directamente a mercado ha fomentado el surgimiento y posterior consolidación de un actor de gran importancia: la agencia de calificación crediticia (ACC)<sup>7</sup>. El origen de estas organizaciones se remonta a la segunda mitad del siglo diecinueve en los Estados Unidos.<sup>8</sup> Originalmente, éstas se enfocaron en evaluar la solvencia de municipios y empresas comerciales de los Estados Unidos. Sin embargo, a principios de la década de 1970, una creciente cantidad de países comenzó a solicitar que su deuda soberana sea calificada por dichas agencias para poder acceder a financiación mayorista.

La obtención de una calificación crediticia ha sido casi una precondition para emitir deuda soberana en las últimas tres décadas. En general, los países sólo solicitan una calificación crediticia cuando anticipan recibir calificaciones aceptables (y por lo tanto bajas tasas de interés). Ello introduce un sesgo de auto-selección, ya que la mera observación de que los países democráticos pagan tasas de interés más altas que las autocracias (o que las democracias entran en cesación de pagos más frecuentemente que los regímenes dictatoriales) no tiene en cuenta que muchos países autoritarios ni siquiera forman parte del mercado financiero internacional<sup>9</sup>.

Es decir, para contestar si efectivamente existe una ventaja democrática, es necesario examinar no solo las tasas de interés y las evaluaciones de las agencias calificadoras de riesgo a las que se enfrentan los distintos países, sino también la capacidad de cada régimen para acceder a crédito en los mercados. Es decir, **la “ventaja democrática” debe de estar caracterizada por dos componentes: (1) un mejor acceso a los mercados internacionales de crédito y (2) mejores condiciones de financiación** (Beaulieu, Cox y Saiegh 2012).

7 Las calificadoras de riesgo emiten una evaluación de la solvencia de un país mediante una escala estandarizada de 16 puntos (por lo general) que va desde AAA (Aaa en el caso de Moody 's) a C. Calificaciones entre los primeros 7 puestos de la escala (de Aaa a Baa3 para Moody's) son consideradas de grado de inversión, mientras que las calificaciones en los puestos restantes se consideran como inversiones especulativas o “bonos basura” (Ba1 a C). Un país en cesación de pagos es generalmente calificado con una “D”.

8 Para obtener una información más detallada sobre la evolución de las ACCs, véase Sinclair (2005).

9 Así, entre 1987 y 2003, el 67% de los países democráticos fue evaluado por una calificadora de riesgo (Moody's, Standard and Poor's, o Fitch). En cambio, solo el 17% de los países autoritarios fueron calificados durante este mismo periodo. Adicionalmente, este último grupo incluye principalmente países ricos en petróleo (Bahrein, Kuwait, Omán, Arabia Saudita), regímenes estables en mercados emergentes (China, Malasia, Singapur), y autocracias geopolíticamente importantes (por ejemplo, Egipto). Entre las democracias, sin embargo, el grupo es más heterogéneo: comprende países de altos, medianos, y bajos ingresos; de mucha y poca importancia geopolítica; etc.

El análisis en el trabajo de Beaulieu, Cox y Saiegh (2012) demuestra que durante el periodo de la posguerra ha existido efectivamente una ventaja democrática. Construimos una base de datos incluyendo países desarrollados y en desarrollo para el periodo comprendido entre 1963 (año en el cual se evaluó deuda soberana fuera de Estados Unidos y Canadá por primera vez) y 2008<sup>10</sup>. Para establecer la propensión de un país a obtener una calificación crediticia en función de su tipo de gobierno, analizamos los datos por medio de un modelo estadístico en donde la variable dependiente indica si un país ha obtenido o no una calificación por parte de una ACC en cada año de la muestra. Entre las variables independientes incluimos una serie de indicadores económicos para medir la solvencia y liquidez de cada país (Producto Bruto Interno, Balanza de Pagos, Tasa de Inflación, Flujos de Comercio, Recursos Naturales), así como un indicador de instancias previas de cesación de pagos y del tipo de régimen político (democrático o autocrático) existente.

A partir de esta estimación, obtenemos una medida que representa la propensión de cada país, en cada momento del tiempo, a acceder al mercado financiero internacional. En base a nuestro modelo estadístico, dicha propensión puede interpretarse como una probabilidad, que va de 0 (correspondiente a aquellos casos en donde no existe ninguna posibilidad de obtener una calificación en base a las características del país en un año determinado) a 1 (para los casos en donde, dadas las características del país, existe una gran probabilidad estadística de que una calificación crediticia será obtenida).

Los resultados indican que, cuando la propensión a acceder al mercado financiero internacional es tomada en cuenta, los regímenes democráticos obtienen calificaciones crediticias más favorables en comparación con los países autoritarios. En el gráfico 3 la línea sólida (punteada) ilustra la calificación crediticia otorgada por Moody's a los regímenes democráticos (autoritarios) en función de su propensión a entrar al mercado financiero internacional. Las áreas marcadas en gris representan los intervalos de confianza de las estimaciones (calculados a valores críticos del 95%).

Para ilustrar la magnitud de la ventaja democrática, es útil tomar en cuenta un caso hipotético: un país con un buen historial de crédito que obtuvo su calificación en la década de 1980 y que es representativo, en cuanto a sus indicadores económicos de la totalidad de la muestra en consideración. Un simple ejercicio

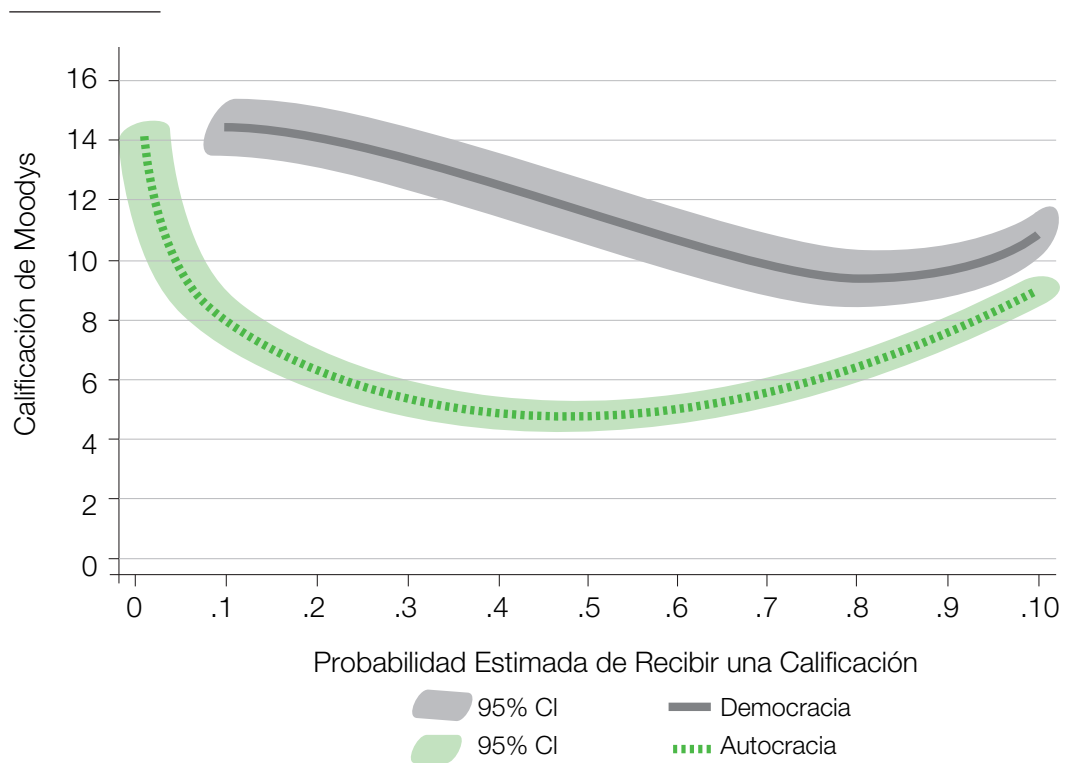
<sup>10</sup> En el año 1951, solamente la deuda soberana de Canadá y de los Estados Unidos contaba con una calificación crediticia. Ninguna nueva calificación fue emitida entre 1951 y 1963.

“

*La democracia por sí sola no tiene por qué generar credibilidad.*

”

**Gráfico 3.** Propensión a Entrar al Mercado de Crédito y Calificación Crediticia (por tipo de Régimen Político).



**Fuente:** Elaboración propia

contra-fáctico indica que dicho país hubiese podido incrementar su calificación de grado especulativo o “bono basura” (Baa3) a una calificación de alta calidad (Aa2) si en lugar de poseer un régimen autoritario hubiese tenido uno democrático.

## Coaliciones de Gobierno y Cesación de Pagos.

La evidencia empírica sugiere que las democracias gozan de una ventaja sobre los regímenes autocráticos: un mayor acceso a los mercados financieros internacionales, y mejores condiciones de crédito. Sin embargo, **la democracia por sí sola no tiene por qué generar credibilidad.** De hecho, Stasavage (2003) sostiene que los frenos y contrapesos constitucionales no son una condición necesaria ni suficiente para crear un compromiso creíble respecto del repago de las deudas. **El factor determinante,** según su punto de vista, **es si aquellos**

“

*El factor determinante es si aquellos sectores que poseen un interés en que la deuda sea honrada están políticamente representados.*

”

**sectores que poseen un interés en que la deuda sea honrada están políticamente representados** o no. Es decir, si los acreedores no son agentes de la economía doméstica (por ejemplo, son acreedores externos), existe un vínculo mucho más débil entre control electoral y repago de deuda. Ello puede propiciar que, en comparación con los regímenes dictatoriales, las democracias sean más propensas a reprogramar sus deudas (Saiegh 2005).

Como ya se ha dicho, la cesación de pagos implica un conflicto distributivo. Teniendo en cuenta que, en general, los defensores del pago de la deuda constituyen una pequeña fracción de la sociedad, cabe preguntarse cómo puede un gobierno democrático comprometerse a pagar sus deudas. Una respuesta posible es que la deuda pública tiene mayores probabilidades de ser honrada en aquellos países en donde los acreedores, a pesar de ser una minoría de la población, forman parte de la coalición de gobierno. Independientemente de su tamaño electoral, los socios de la coalición son usualmente políticamente poderosos que pueden “hacer o deshacer gobiernos.” En cambio, en un sistema en donde el gobierno está compuesto por un solo partido, y por lo tanto tiene incentivos para tratar de congraciarse únicamente con la mayoría de la población, la probabilidad de que los compromisos con los acreedores sean repudiados son mayores (Saiegh 2009).

La evidencia sugiere que tales afirmaciones son correctas. En primer lugar, Tsebelis (2002) demuestra que la existencia de un gran número de jugadores con poder de veto produce mayor estabilidad en las políticas económicas adoptadas. Dado que los gobiernos de coalición tienen, por definición, una multiplicidad de jugadores con poder de veto, es más probable que sigan haciendo frente al servicio de la deuda frente a shocks adversos. De hecho, Kohlscheen (2006) encuentra que, dentro de las democracias parlamentarias, el voto de censura provee un resguardo frente a la cesación de pagos.

En Saiegh (2009), propongo un análisis más amplio, utilizando métodos estadísticos y datos sobre cesación de pagos/reprogramación de deuda soberana y la composición del gobierno para una muestra que incluye 502 observaciones provenientes de 48 países en desarrollo durante el periodo 1971-1997. La evidencia empírica indica que los gobiernos compuestos por una coalición multipartidista son menos propensos a repudiar sus deudas que los gobiernos compuestos por un solo partido. La probabilidad incondicional de que un gobierno multipartidista de coalición re programe su deuda pública es del 56% frente al 71% para el caso de los gobiernos compuestos por un sólo partido. El análisis

“

*... la probabilidad de que un país entre en cesación de pagos disminuye ... cuando el gobierno está compuesto por una coalición multipartidista.*

”

multivariante confirma la robustez de este resultado. Desde un punto de vista sustantivo, un simple ejercicio contra-fáctico (basado en el caso hipotético de un país representativo de la muestra) indica que **la probabilidad de que un país entre en cesación de pagos disminuye en un 19% cuando el gobierno está compuesto por una coalición multipartidista.**

## Conclusiones

En este trabajo he sostenido que existen instituciones que permiten a los gobiernos comunicar de forma creíble a los mercados su disposición a honrar sus deudas. Dichos mecanismos institucionales se corresponden con un sistema de leyes e instituciones ordenado en torno a una constitución (Estado de Derecho). Adicionalmente, he argumentado que **el mecanismo electoral** (al fomentar la rendición de cuentas) **determina que los gobernantes de países democráticos sean más propensos a honrar sus deudas que los de países autoritarios.** Por último, he puesto de manifiesto que aunque la evidencia empírica presentada en este trabajo indique la existencia de una ventaja democrática (que permite a los países democráticos financiarse a un coste más bajo), tampoco les hace inmunes a las crisis de deuda y el hecho de repudiar deuda pública. En momentos de crisis las autoridades deben enfrentarse a la disyuntiva entre realizar un ajuste para satisfacer el pago de la deuda o repudiar sus compromisos. La respuesta a este interrogante también depende de la intensidad con la cual los diferentes grupos en la sociedad son capaces de hacer valer y manifestar sus intereses. Uno de tales grupos son los acreedores de deuda. Si se encuentran excluidos del gobierno, es más probable que no vean representados sus intereses y puede que tengan que hacer frente a una quita en el valor de sus activos financieros.

“

*...el mecanismo electoral... determina que los gobernantes de países democráticos sean más propensos a honrar sus deudas que los de países autoritarios.*

”

## Referencias

- Archer, Candace C., Glen Biglaiser, y Karl DeRouen Jr. (2007). "Sovereign Bonds and the "Democratic Advantage": Does Regime Type affect Credit Rating Agency Ratings in the Developing World?" *International Organization* 61(Spring): 341-365.
- Beaulieu, Emily, Gary Cox y Sebastián Saiegh. (2012). *Sovereign Debt and Regime Type: Re-considering the Democratic Advantage*. *International Organization*. 66 (4): 709-38.
- Bulow, Jeremy y Kenneth Rogoff. (1989). "A constant recontracting model of sovereign debt". *Journal of Political Economy*, 97: 155-178.
- Dincecco, Mark. (2009). "Fiscal Centralization, Limited Government, and Public Revenues in Europe, 1650-1913". *The Journal of Economic History* 69: 48-103.
- Drazen, Allan. (2000). *Political economy in macroeconomics*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Eaton, Jonathan y Raquel Fernández. (1995). "Sovereign debt". en *Handbook of International Economics* (ed. G.M. Grossman y K. Rogoff) 3: 2031-77. Elsevier.
- Inter-American Development Bank. (2007). *Living with Debt. How to Limit the Risks of Sovereign Finance*. Washington DC: IADB.
- Jensen, Nathan. (2005). "Measuring Risk: Political Risk Insurance Premiums and Domestic Political Institutions," mimeo, Department of Political Science, Washington University.
- Kohlscheen, Emanuel. (2006). "Sovereign Risk: Constitutions Rule," mimeo Department of Economics, University of Warwick.
- Levy Yeyati, Eduardo. (2006). "Optimal Debt? On the Insurance Value of International Debt Flows," Research Department Working Paper no. 574, Washington DC: Inter-American Development Bank.

- North, Douglass C., y Barry Weingast. (1989). "Constitutions and commitment," *Journal of Economic History* 69: 803-832.
- Saiegh, Sebastian M. (2005). "Do Countries have a "Democratic Advantage"? Political Institutions, Multilateral Agencies and Sovereign Borrowing," *Comparative Political Studies* 38 (4): 366-87.
- Saiegh, Sebastian M. (2009). "Coalition Governments and Sovereign Debt Crises," *Economics & Politics* 21 (2): 232-254.
- Saiegh, Sebastian M. (2012). "Political Institutions and Sovereign Borrowing: Evidence from Nineteenth-Century Argentina," *Public Choice* (en prensa).
- Schultz, Kenneth y Barry Weingast (2003). "The democratic advantage," *International Organization* 57: 3-42.
- Sinclair, Timothy. (2005). *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca: Cornell University Press.
- Stasavage, David. (2003). *Public Debt and the Birth of the Democratic State*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Stasavage, David. (2007). Cities, Constitutions and Sovereign Borrowing in Europe, 1274-1785. *International Organization* 61 (Summer): 489-525.
- Stasavage, David. (2011). *States of Credit: Size, Power and the Development of European Polities*. Princeton: Princeton University Press.
- Sturzenegger, Federico and Jeromin Zettelmeyer. (2006). *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. Cambridge: MIT Press.
- Summerhill, William. (2011). *Inglorious Revolution: Political Institutions, Sovereign Debt, and Financial Underdevelopment in Imperial Brazil*. New Haven: Yale University Press.
- Tsebelis, George. (2002). *Veto Players: How Political Institutions Work*. Princeton: Princeton University Press.

# ZOOM Económico

Zoom Económico, del Laboratorio de la Fundación Alternativas, analiza con rigor y didáctica la realidad económica y financiera presente. La colección permite, a destacados investigadores y practicantes del mundo económico y financiero, iniciar un debate sobre el papel que ocupan, y deben de ocupar, la economía y las finanzas en el ámbito privado y público de la economía española, europea y mundial.

*Belén Barreiro,*  
Directora del Laboratorio de Alternativas

---

**Autor: Sebastián M. Saiegh.** Doctor en Ciencia Política por la New York University. Máster en Estudios Latinoamericanos por la Universidad de Stanford. Licenciado en Ciencia Política por la Universidad de Buenos Aires

Responsable de Zoom Económico: **Carlos Maravall**  
Coordinación: **Julio Embid**

---

## Documentos publicados

2012/Nº 01. **¿Son incompatibles las reglas de equilibrio presupuestario del nuevo tratado europeo con el Estado del Bienestar?**  
**Raimon Baiges y Aleix Pons.**

2012/Nº 02. **Crisis del Área euro y de gobernanza en sus Estados miembros.**  
**Carlos Maravall.**

2012/Nº 03. **Una reforma, dos opiniones: la reforma del mercado laboral en España.**  
1. Mercado de trabajo y reforma laboral, **por Pablo Gimeno Díaz de Atauri.**  
2. Mercado de trabajo y reforma laboral, **por Antonio González González.**

2012/Nº04. **Hacia un sector eléctrico sostenible.**  
**Juan Delgado.**