

# SORPRENDIDOS *en la* CRESTA DE LA OLA DE ENDEUDAMIENTO

Las crisis de deuda del pasado pueden enseñar a las economías en desarrollo a hacer frente a los shocks financieros provocados por la COVID-19

M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge, Peter Nagle y Naotaka Sugawara



La pandemia de COVID-19 asesta un golpe a una economía mundial ya frágil. La crisis de salud, la fuerte caída de la actividad y las perturbaciones de los mercados financieros mundiales encontraron a las economías en desarrollo y de mercados emergentes mal paradas. En la última década, la deuda de estas economías ha registrado el aumento más grande, rápido y generalizado de los últimos 50 años. Desde 2010, su deuda total subió 60 puntos porcentuales del PIB a un máximo histórico de más de 170% del PIB en 2019 (véase el gráfico 1). Si bien la mayor parte de este aumento es atribuible a China —en parte debido a su gran tamaño— la acumulación de deuda fue generalizada: en alrededor del 80% de estas economías, la deuda total en 2018 era más alta que en 2010. Aun sin China, la deuda subió 20 puntos porcentuales del PIB, a 108%, en 2019. En respuesta a la pandemia, la deuda de estas economías no hará más que aumentar.

La actual recesión mundial es de una gravedad inusitada. Como crisis anteriores, pone a prueba la resiliencia de las empresas y países muy endeudados.

¿Qué políticas deben implementar las economías de mercados emergentes y en desarrollo muy endeudadas para mitigar los daños de la pandemia y promover una recuperación duradera? La historia puede aportar algunas pistas útiles.

## Olas de endeudamiento

Como se documenta en nuestro estudio reciente, *Global Waves of Debt*, antes de esta crisis las economías de mercados emergentes y en desarrollo experimentaron tres olas de acumulación generalizada de deuda entre 1970 y 2009:

- **1970–1989:** Una combinación de bajas tasas de interés y un mercado de préstamos sindicados en rápido crecimiento durante gran parte de la década de 1970 incentivó el endeudamiento de gobiernos latinoamericanos y países de bajo ingreso, en especial en África subsahariana, hasta culminar en una serie de crisis financieras a comienzos de la década de 1980. Luego sobrevino un período prolongado de alivio y reestructuración de la deuda, a través del Plan Brady, la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (los últimos dos con apoyo del FMI y el Banco Mundial); pero aun así, se trató de una década perdida en materia de crecimiento y reducción de la pobreza.
- **1990–2001:** La liberalización de los mercados financieros y de capital permitió que bancos y empresas en el este de Asia y en el Pacífico y los gobiernos de Europa y Asia central se endeudaran mucho, en especial en moneda extranjera, lo que derivó en una serie de crisis durante 1997–2001



que deterioró la confianza de los inversionistas. La resolución de la deuda privada exigió rescates de bancos y empresas a gran escala, a menudo con la asistencia del Banco Mundial y el FMI.

- **2002–09:** En Europa y Asia central el endeudamiento del sector privado con megabancos radicados en la UE aumentó tras la flexibilización normativa, cuando la crisis financiera mundial alteró el financiamiento bancario durante 2007–2009, y llevó a muchas de estas economías a entrar en recesión. La resolución de la deuda fue una iniciativa paneuropea y también requirió rescates de bancos y asistencia internacional.

Las tres olas históricas de endeudamiento tuvieron varias cosas en común. Todas comenzaron durante períodos de bajas tasas reales de interés y se vieron facilitadas por innovaciones financieras o cambios en los mercados que propiciaron el endeudamiento. Las olas terminaron en crisis financieras generalizadas y coincidieron con recesiones mundiales (1982, 1991, 2009) o contracciones (1998, 2001). Por lo general, estas crisis fueron desatadas por shocks que aumentaron la aversión al riesgo de los inversionistas, las primas de riesgo o los costos de endeudamiento, seguidos por interrupciones abruptas de las entradas de capital y recesiones agudas. Tras las crisis

financieras normalmente se encararon reformas para reducir las vulnerabilidades (incluida una mayor acumulación de reservas) y fortalecer el marco de políticas económicas. Muchas economías de mercados emergentes introdujeron metas de inflación, mayor flexibilización de los tipos de cambio, reglas fiscales o una supervisión más rigurosa del sector financiero tras las crisis financieras.

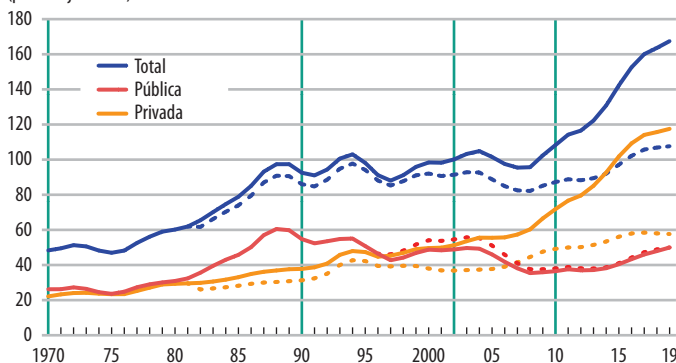
Las primeras tres olas también tuvieron grandes diferencias. Los instrumentos financieros para endeudamiento evolucionaron con el surgimiento de nuevos instrumentos y actores financieros. En la primera ola hubo una rápida acumulación de deuda soberana de economías de mercados emergentes, mientras que en las otras dos el endeudamiento fue esencialmente del sector privado (si bien en la crisis asiática, muchas empresas eran cuasisoberanas). La gravedad de los daños económicos no fue la misma en las distintas crisis financieras y regiones. Las pérdidas de producto fueron especialmente grandes y prolongadas después de la primera ola, en la cual la mayor parte del endeudamiento era soberano. En cambio, en muchas economías, el fortalecimiento del marco de política económica tras las dos primeras olas ayudó a mitigar los daños de la crisis financiera mundial que marcó el final de la tercera ola.

Gráfico 1

### Auge de endeudamiento (1970–2019)

Durante la década pasada, la deuda total llegó a un máximo histórico en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

(porcentaje del PIB)



**Fuentes:** Fondo Monetario Internacional; Kose *et al.* (2020); y Banco Mundial.

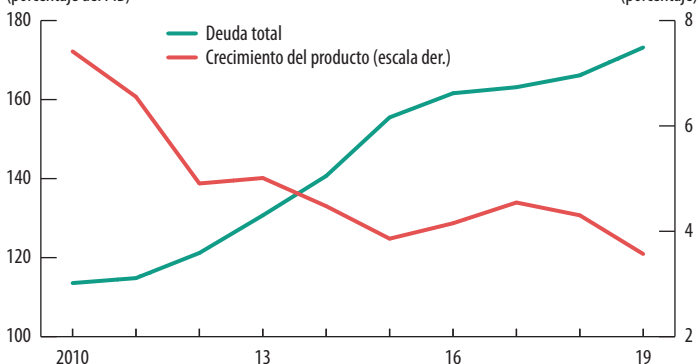
**Nota:** Los agregados se calculan utilizando la ponderación del PIB a USD corrientes y se presentan como promedio móvil de tres años. Las líneas punteadas muestran la deuda, incluida la de China. Las líneas verticales representan el comienzo de las olas de endeudamiento en 1970, 1990, 2002 y 2010.

Gráfico 2

### Crecimiento y deuda (2010–19)

El crecimiento ha decepcionado una y otra vez en las economías de mercados emergentes y en desarrollo y ha estado acompañado de un aumento de la deuda.

(porcentaje del PIB)



**Fuentes:** Fondo Monetario Internacional; Kose *et al.* (2020); y Banco Mundial.

**Nota:** Deuda total (en porcentaje del PIB) y crecimiento del PIB real (ponderado por el PIB a precios de 2010 y tipos de cambio) en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

## Cuarta ola

Durante la ola de endeudamiento actual, que comenzó en 2010, la deuda alcanzó máximos sin precedentes y el aumento fue especialmente rápido en el sector privado. Entre los países exportadores de materias primas, la deuda del sector público aumentó sensiblemente después del desplome de los precios de las materias primas en 2014–2015. En la ola actual se observan algunas similitudes y diferencias interesantes. Al igual que algunos de los casos históricos, las tasas de interés mundiales se han mantenido muy bajas desde la crisis financiera mundial y, hasta el impacto de la pandemia de COVID-19, la consiguiente búsqueda de rendimientos por los inversionistas contribuyó a achicar los diferenciales para las economías de mercados

emergentes. Hasta hace poco, algunos cambios importantes en los mercados financieros volvieron a impulsar el endeudamiento, incluso en bancos regionales, una mayor avidez de bonos en moneda local y mayor demanda de deuda de economías de mercados emergentes y en desarrollo de parte de un sector financiero no bancario en expansión. Como en olas anteriores, en estas economías aumentaron las vulnerabilidades dado que la ola actual se produjo en medio de una desaceleración del crecimiento económico.

Pero también hay diferencias fundamentales. El aumento anual promedio de la deuda de estos países desde 2010, de casi 7 puntos porcentuales del PIB, es mucho mayor que en cada una de las olas anteriores. Asimismo, si bien las olas anteriores fueron esencialmente regionales, la cuarta ola ha sido generalizada: la deuda total aumentó casi el 80% en estas economías y al menos 20 puntos porcentuales del PIB en más del 45%. Tras una fuerte caída durante 2000–2010, la deuda volvió a subir en los países de bajo ingreso hasta el 65% del PIB en 2019, frente a 47% del PIB en 2010. Por último, la deuda ha aumentado en el sistema financiero no bancario, que parece tener menos supervisión y ser menos resiliente que el sistema bancario, el cual atravesó una profunda reestructuración tras la crisis financiera mundial.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo han resistido períodos de volatilidad durante la actual ola de acumulación de deuda, pero tras el impacto de la pandemia surgieron presiones financieras graves y generalizadas. Su capacidad para tolerar tal presión se ve complicada, además, por otras debilidades, como un creciente déficit fiscal y en cuenta corriente y un vuelco hacia deuda de más alto riesgo. La proporción de deuda pública en manos de inversionistas no residentes trepó al 43% en 2018 y la deuda corporativa en moneda extranjera subió de 19% del PIB en 2010 a 26% del PIB en 2018. Entre los países de bajo ingreso, más de la mitad de la deuda pública está sujeta a condiciones no concesionarias. Un creciente volumen de deuda y un mayor nivel de riesgo en la composición de la deuda han acompañado una década de reiteradas decepciones en materia de crecimiento (véase el gráfico 2).

La pandemia truncó abruptamente la tranquilidad de los mercados financieros y actualmente pone a prueba la resiliencia de las economías, instituciones y políticas de las economías de mercados emergentes. Estas economías enfrentan una recesión mundial en proceso desde una posición mucho más vulnerable que en la crisis de 2009. Los últimos acontecimientos podrían empujar a algunas a una crisis de deuda generalizada como la que marcó el término de las olas anteriores. Esto es más probable, primero, debido a la



gravedad excepcional de la actual recesión, que llega a cada rincón de la economía mundial y, segundo, a las pocas probabilidades de una fuerte recuperación en medio de posibles rebrotes y el creciente rechazo a la globalización.

## Surfeando la ola

En este momento, resolver la crisis de salud es fundamental, a cualquier costo fiscal. Se espera que los déficits fiscales de estas economías aumenten, en promedio, alrededor de 5 puntos porcentuales del PIB en 2020 (FMI, 2020). Es más probable que los inversionistas acepten estas posiciones fiscales precarias, incluidos grandes déficits y más deuda, si los países introducen ahora mecanismos e instituciones que restablezcan la sostenibilidad fiscal tan pronto como la recuperación se ponga en marcha.

La experiencia de las olas pasadas indica que las decisiones en materia de políticas fueron cruciales para determinar los resultados de las olas de endeudamiento. Si bien los shocks externos habitualmente desatan crisis financieras, el impacto en las economías individuales estuvo muy influenciado por el marco de políticas de cada país y las decisiones con respecto a las políticas. Las prioridades específicas dependen de las circunstancias del país, pero —a juzgar por nuestro análisis— hay cuatro líneas generales en materia de políticas que pueden ayudar a las economías emergentes a sortear la actual recesión mundial pese al alto nivel de deuda.

- **Gestión sólida y transparente de la deuda:** Los países tienen grandes necesidades de financiamiento, y una gestión sólida y transparente de la deuda es crítica para asegurar el pago futuro de la deuda actual y para mantener los costos de endeudamiento bajo control, restablecer la sostenibilidad de la deuda y contener los riesgos financieros. Si los bancos centrales contribuyen al financiamiento fiscal, la aplicación de normas que garanticen una vuelta a la política monetaria previa a la pandemia puede estimular la confianza de los inversionistas. Los acreedores, incluidas las instituciones financieras internacionales, pueden dirigir los esfuerzos en esta área promoviendo normas comunes.
- **Buena gestión de gobierno:** Incluso con un estímulo fiscal a gran escala para apuntalar la actividad tras el derrumbe actual, el dinero debe utilizarse con eficiencia. En varias crisis anteriores se comprobó que los fondos de préstamos se destinaron a fines que no aumentaron los ingresos por exportaciones, la productividad o el producto potencial. En particular, en vista del fuerte trastorno que sufre la economía mundial, se necesitan regímenes de quiebras para impedir que el sobreendeudamiento perjudique a la inversión por largo tiempo.

- **Regulación y supervisión eficaces:** Si bien la flexibilización temporaria de la regulación es adecuada en el contexto actual, una supervisión y regulación proactiva del sector financiero puede ayudar a las autoridades a identificar los riesgos y contrarrestarlos. Mientras toma forma la recuperación, una mayor profundidad de los mercados financieros puede ayudar a movilizar el ahorro interno, que puede ser una fuente más estable de financiamiento que los préstamos del exterior.
- **Políticas macroeconómicas sólidas:** Marcos robustos de política monetaria, cambiaria y fiscal pueden preservar la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo en un contexto de mayor fragilidad de la economía mundial. Las actuales presiones del mercado limitan la exposición al riesgo cambiario, pero con tipos de cambio flexibles es posible atenuar parte del impacto en la economía nacional a corto plazo; mediante tipos de cambio flexibles a más largo plazo es posible desalentar la acumulación de descalces significativos en los balances y evitar grandes desajustes del tipo de cambio. En medio de las actuales presiones de financiamiento, es preciso adecuar las políticas de ingresos y gastos a fin de ampliar los recursos fiscales para gastos prioritarios en atención de la salud y apoyo a los grupos vulnerables. Puede ser necesario invocar cláusulas de escape para las reglas fiscales durante la crisis, pero son estas reglas las que ayudarán a restaurar la sostenibilidad fiscal cuando la recuperación se ponga en marcha. Sin embargo, tan pronto se inicie la recuperación, será esencial contar con reglas y marcos fiscales que aseguren una ulterior desarticulación del estímulo y un restablecimiento de la sostenibilidad fiscal.

Solo el tiempo dirá si esta ola de endeudamiento terminará como las anteriores, con una serie de crisis financieras. La naturaleza y la magnitud del shock provocado por la pandemia afectarán incluso a las economías más resilientes. Hoy más que nunca, la cooperación y el apoyo internacional son críticos. Pero debemos recordar la máxima lección de las olas anteriores: las políticas nacionales son esenciales cuando se trata de protegerse de las crisis financieras. **FD**

---

**M. AYHAN KOSE** es director del Grupo de Análisis de Perspectivas del Banco Mundial, donde **FRANZISKA OHNSORGE** ocupa el cargo de directora y **PETER NAGLE** y **NAOTAKA SUGAWARA** son economistas principales.

### Referencias:

Fondo Monetario Internacional (FMI). 2020. *Fiscal Monitor: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic*. Washington, DC, abril.

Kose, M. A., P. Nagle, F. Ohnsorge y N. Sugawara. 2020. *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC: Banco Mundial.