

PANDEMIA DE DEUDA

Se necesitan nuevas medidas para perfeccionar la resolución de las deudas soberanas

Jeremy Bulow, Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff y Christoph Trebesch



La pandemia de COVID-19 ha hecho mucho más extensa la lista de economías de mercados emergentes y en desarrollo que están sobreendeudadas. Para algunas, la crisis es inminente. Para muchas otras, quizás el bajísimo nivel de las tasas de interés mundiales sea lo único que está postergando un ajuste de cuentas. Las tasas de incumplimiento están en aumento, y con ellas la necesidad de reestructurar la deuda. Pero hay nuevos problemas que podrían entorpecer las renegociaciones de la deuda si los gobiernos y los prestamistas multilaterales no aportan mejores herramientas para afrontar una ola de reestructuraciones.

El FMI, el Banco Mundial y otras entidades multilaterales no tardaron en proporcionar financiamiento sumamente necesario durante la pandemia, cuando los ingresos públicos se derrumbaban junto con la actividad económica y los flujos de capital privado se frenaban en seco (gráfico 1). Aparte de los nuevos préstamos de organismos multilaterales, los acreedores del Grupo de los Veinte (G-20) concedieron una moratoria de deuda a los países más pobres, y han alentado a los prestamistas privados a hacer lo propio, aunque sin mayor acogida.

Hasta ahora, el shock de la pandemia se ha circunscrito a los países más pobres y no ha desatado una crisis total en las economías de mercados emergentes de ingreso mediano. En parte gracias a las favorables condiciones de liquidez mundial propiciadas por el masivo apoyo de los bancos centrales en las economías avanzadas, las salidas de capital privado se han moderado y muchos países de ingreso mediano han podido seguir endeudándose en los mercados internacionales de capital. Según el FMI, los gobiernos de las economías de mercados emergentes emitieron USD 124.000 millones en moneda dura en los primeros seis meses de 2020, y dos tercios del endeudamiento se produjo en el segundo trimestre.

Pero aún hay factores que generan preocupación acerca del acceso sostenido de los mercados emergentes a los mercados de capital. La etapa de mayor riesgo quizás aún esté por llegar. La primera ola de la pandemia no ha concluido. La experiencia de la pandemia de gripe de 1918 deja entrever la posibilidad de una segunda ola aún más severa, sobre todo si no se dispone ampliamente de una vacuna eficaz hasta mediados de 2021 (o más tarde). Aun

en el mejor de los casos, los viajes internacionales serán complicados, y entre los consumidores y las empresas reinará una gran incertidumbre. La pobreza mundial ha aumentado drásticamente, y mucha gente no volverá a trabajar cuando haya pasado la crisis. Asimismo, las consecuencias políticas de la crisis en las economías avanzadas aún están revelándose. El rechazo a la globalización, que ya estaba en alza antes de la COVID-19, quizá cobre más fuerza.

Si bien muchos gobiernos de mercados emergentes han podido endeudarse más en moneda local, las empresas han seguido acumulando deuda en moneda extranjera. Si se ven muy forzados, es probable que los gobiernos de los mercados emergentes cedan a la presión y rescaten a las empresas estrella de sus países, como ha sucedido en Estados Unidos y Europa.

Además de la notable retracción del financiamiento privado, se prevé que las remesas de ciudadanos de mercados emergentes que trabajan en otros países se reduzcan más de 20% este año. Simultáneamente, las necesidades de financiamiento se han disparado, ya que las economías de mercados emergentes y en desarrollo se ven ante las mismas presiones presupuestarias que las economías avanzadas. Hay que reforzar los sistemas sanitarios y apoyar a los ciudadanos cuyas vidas se vean más afectadas. Las necesidades de financiamiento obviamente aumentarán conforme asciendan los daños económicos.

Las crecientes presiones presupuestarias han coincidido con una nueva ola de rebajas de las calificaciones de deuda soberana, más graves que en crisis anteriores (gráfico 2) y que han persistido a pesar de que las principales economías avanzadas han distendido las condiciones crediticias. Las compras de bonos empresariales efectuadas por los bancos centrales para respaldar a empresas locales en las economías de mercados emergentes y en desarrollo también han incidido negativamente en las calificaciones de deuda.

La historia muestra que no es inusual que los países puedan seguir tomando préstamos aun cuando el riesgo de incumplimiento es elevado. Un repaso de 89 episodios de incumplimiento entre 1827 y 2003 revela que lo típico es un aumento brusco del endeudamiento, tanto externo como interno, en el período previo al incumplimiento (Reinhart y Rogoff, 2009). Lo ideal sería que esta vez fuera diferente, pero los antecedentes no son alentadores.

Las necesidades de financiamiento son cuantiosas y simultáneas en numerosos países, y ese es el caldo de cultivo para que los casos de reestructuración de la deuda estén multiplicándose en cifras no observadas desde la crisis de la deuda de la década de 1980. Los acreedores oficiales, que deben estar preparados para actuar según sea necesario, tendrán que confrontar dos “condiciones preexistentes” que han estado evolucionando al margen de la crisis de COVID-19.

En primer lugar, cada vez con mayor frecuencia los acreedores privados exigen reembolsos desproporcionados en las reestructuraciones de deuda. Aunque en teoría el sector oficial es acreedor privilegiado frente al sector privado, gran parte de la experiencia histórica apunta a lo contrario.

Durante la crisis de la deuda de los mercados emergentes en la década de 1980, los acreedores privados supieron cómo rescatar sus fondos mientras los acreedores oficiales caían en pozos cada vez más hondos (Bulow, Rogoff y Bevilaqua, 1992). Se observó una evolución similar durante la crisis de la deuda europea, cuando los inversionistas efectivamente absorbieron algunas pérdidas en Grecia; una importante porción de sus fondos ya habían sido sacados, y los gobiernos de la zona del euro proporcionaron préstamos a gran escala para facilitar los reembolsos (Zettelmeyer, Trebesch y Gulati, 2013). Este patrón se ha repetido durante los dos siglos de historia del endeudamiento privado y oficial: cuando los inversionistas privados retroceden, los prestamistas

oficiales tienden a llenar el vacío dejado (Horn, Reinhart y Trebesch, 2020, citado en el gráfico 1).

Una comparación reciente de las quitas asumidas por los acreedores oficiales y privados siembra más dudas acerca de la supuesta prelación de los préstamos del sector oficial (Schlegl, Trebesch y Wright, 2019).

Tales desenlaces no deberían sorprender. A fin de cuentas, los gobiernos acostumbran proteger a los acreedores internos que prestan en el exterior (por ejemplo, los bancos noreuropeos en el caso de Grecia), y al mismo tiempo también velan por la estabilidad y el bienestar en el país prestatario. Este altruismo en definitiva menoscaba el poder de negociación del sector oficial, en especial frente a los acreedores privados. Así, es posible que los acreedores oficiales terminen absorbiendo el grueso de las pérdidas, aunque la suma que inicialmente se les adeudaba haya sido reducida, como en Grecia.

Otro problema es el de las nuevas tácticas que los **inversionistas privados emplean para litigar y resistir** fuertes reducciones y reestructuraciones de la deuda. A medida que ha disminuido el número de reestructuraciones, una mayor proporción de ellas terminan en juicios (véase el gráfico 3, de Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2018). Esto quizá no explique en su totalidad el éxito del sector privado en maximizar la proporción que obtiene de las reestructuraciones de deuda, pero sí es un fenómeno desconcertante.

La segunda condición preexistente es el tiempo que duran las crisis de deuda. Como célebremente dijera el expresidente de Citibank William Rhodes durante la crisis de deuda de los años ochenta, “Es fácil entrar en moratoria de deuda, lo difícil es salir”.

En promedio, los episodios de incumplimiento tardan siete años en resolverse y suelen implicar múltiples reestructuraciones (gráfico 4). Lamentablemente, las reestructuraciones pueden convertirse en un regateo en que el país deudor suele estar dispuesto (lógicamente) a canjear una mayor deuda en el futuro por pagos más reducidos en el presente, con toda la intención de volver a reestructurar la deuda si fuera necesario. Las demoras también ayudan a ambos lados a negociar mayores inyecciones de recursos por parte de acreedores oficiales (Bulow y Rogoff, 1989). Y los acreedores a menudo pueden estar dispuestos a “reciclar” deuda una y otra vez a fin de aparentar temporalmente balances sanos. La crisis de COVID-19 podría, en el peor de los casos, provocar otra “década perdida” en cuanto a desarrollo, con largas demoras vinculadas a procesos de resolución de deuda.

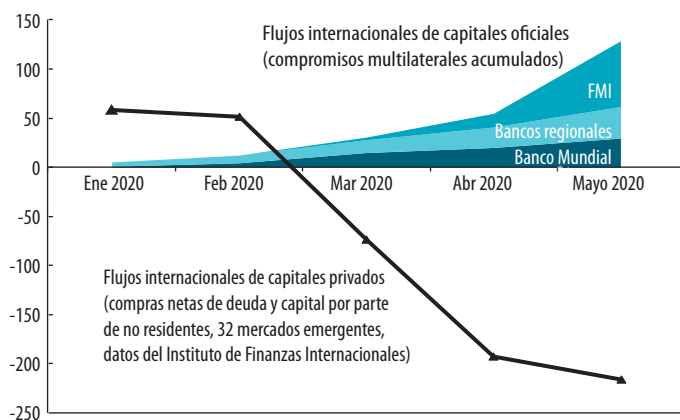
¿Qué pueden hacer los gobiernos y prestamistas multilaterales para garantizar que el nuevo financiamiento beneficie a los ciudadanos de los países deudores afectados por la pandemia y que no vaya al bolsillo de los acreedores? ¿Y cómo pueden agilizar la reestructuración de la deuda? He aquí tres ideas prácticas:

Gráfico 1

Línea multilateral de rescate

El rápido financiamiento multilateral ayudó a contrarrestar el colapso de los ingresos fiscales y la retirada del capital privado.

(miles de millones de dólares)



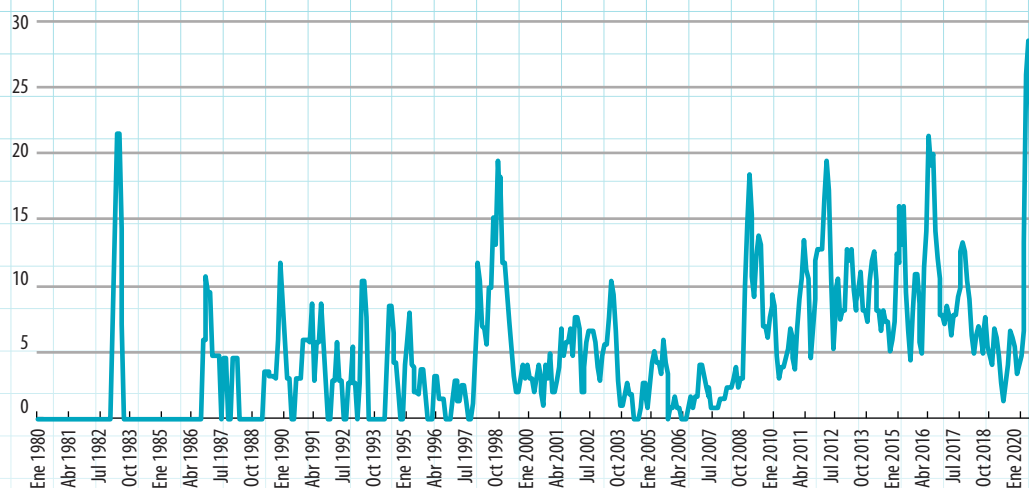
Fuente: Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart y Christian Trebesch. 2020. "Coping with Disasters: Two Centuries of International Official Lending", NBER Working Paper 27343, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Gráfico 2

Rebajas de las calificaciones de la deuda soberana

La escalada del número de rebajas de calificaciones de deuda en 2020 ha superado los máximos de crisis anteriores.

(sumatorias de tres meses de proporciones de rebajas de calificaciones soberanas, 1980–2020)



Fuentes: Fitch, Moody's, Standard and Poor's y Trading Economics.

- *Más transparencia de los datos y los contratos de deuda*

Es fundamental que el Banco Mundial, el FMI y el G-20 continúen insistiendo en mejorar la transparencia de las estadísticas de deuda.

Una nueva e importante complicación para evaluar el endeudamiento externo de muchas economías en desarrollo es la que presenta China, que en los últimos años se ha convertido en el mayor acreedor bilateral. Desafortunadamente, los préstamos de China suelen estar opacados por cláusulas de confidencialidad que nublan el panorama. Contar con datos más desmenuzados sobre la exposición de los acreedores del sector privado puede agilizar, en los casos de sobreendeudamiento, las negociaciones entre acreedores y deudores, y ayudar a que los acreedores y gobiernos identifiquen los bonos que pueden ser susceptibles a tácticas de dilatación o litigios. Una iniciativa integral de transparencia implicaría, por ejemplo, informar cabalmente sobre la propiedad de los bonos soberanos y sobre los *swaps* de incumplimiento crediticio que alteran la composición de los prestamistas de un día a otro. Al conocer la identidad de las partes y las sumas adeudadas, la comunidad internacional y los ciudadanos de los países afectados podrían vigilar mejor el uso de los escasos recursos en tiempos de crisis. Las cuentas de los propios países deben ser más exhaustivas y aportar mejores datos sobre la deuda interna y la deuda contraída por las empresas estatales. También

es cada vez más importante contabilizar la carga que representan las pensiones, como lo han demostrado claramente las recientes renegociaciones de deuda en Detroit y Puerto Rico.

- *Pronósticos económicos realistas que incorporen los riesgos a la baja*

Los pronósticos de crecimiento realistas son cruciales para no subestimar las necesidades de financiamiento a corto plazo de un país ni sobreestimar su capacidad de servicio de la deuda. El historiador del FMI James Boughton señala que durante buena parte de la crisis de la deuda de la década de 1980 las expectativas fueron demasiado optimistas, sobre todo en América Latina. Los pronósticos realistas, particularmente los que reconocen la fragilidad de los países sobreendeudados, pueden acelerar la resolución de cualquier crisis. La detección temprana de insolvencias y de casos que exigen fuertes quitas no es garantía de una resolución más rápida, pero es un paso en la dirección correcta.

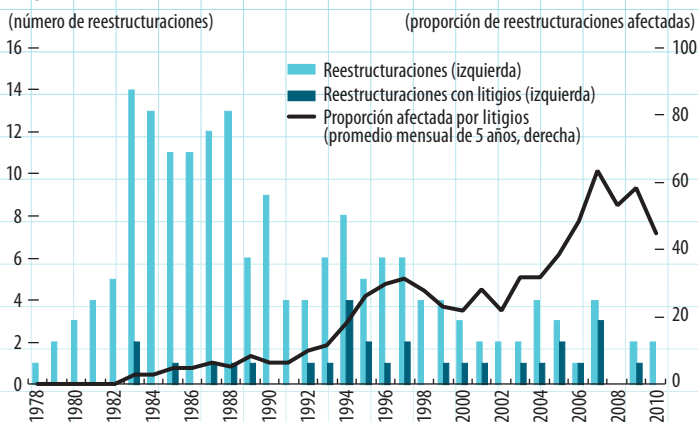
- *Nuevas leyes para facilitar reestructuraciones ordenadas de la deuda soberana*

Tomar medidas jurídicas en las jurisdicciones cuyas leyes rigen los bonos internacionales (y no solo en las importantes plazas de Nueva York y Londres) o en los

Gráfico 3

Riesgos jurídicos

Una creciente proporción de las reestructuraciones de deuda soberana implican litigios en tribunales.



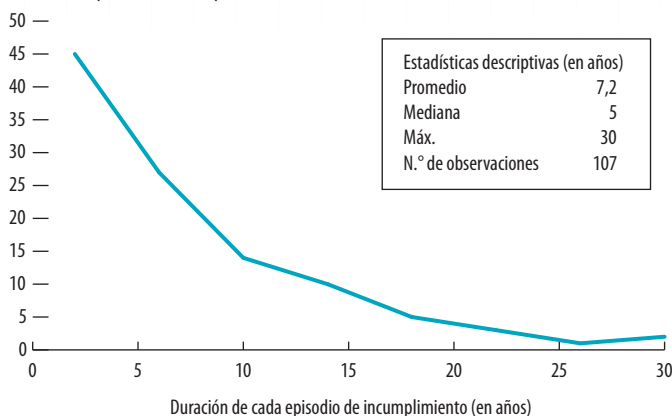
Fuente: Schumacher, Julian, Christoph Trebesch y Henrik Enderlein. 2018. "Sovereign Defaults in Court". CEPR Discussion Paper 12777, Centre for Economic Policy Research, Londres.

Gráfico 4

Dilatadas renegociaciones de deuda soberana

Los incumplimientos duran en promedio más de siete años.

(número de episodios de incumplimiento, 1970-2015)



Fuente: Meyer, Josefín, Carmen M. Reinhart, Christoph Trebesch y Clemens von Luckner, 2020. "Serial Sovereign Debt Restructurings and Delay: Evidence from the 1930 and 1980s Default Waves". Inédito, Harvard University, Cambridge, MA.

lugares de procesamiento de los pagos puede contribuir a reestructuraciones más ordenadas, al promover condiciones más igualitarias entre las entidades soberanas deudoras y los acreedores. Por ejemplo, podrían adoptarse leyes nacionales que limiten las sumas que

pueden obtenerse por bonos públicos incumplidos que se hayan adquirido con fuertes descuentos. En 2010, el Reino Unido promulgó una ley de ese tipo para los países que participan en la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados (PPME), mientras que en 2015 Bélgica aprobó la denominada ley contra los fondos buitres, que impide a los acreedores que optan por los litigios obstaculizar los pagos que se efectúan a través de Euroclear. También se daría un impulso a las leyes que faciliten las reestructuraciones por mayoría, que permitirían a una entidad soberana y a una mayoría cualificada de acreedores alcanzar un acuerdo vinculante para todos los acreedores sujetos a la reestructuración.

La pandemia mundial es un shock histórico que merece una respuesta generosa de los acreedores oficiales y privados a favor de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, y que debe preservar el sistema mundial de comercio y ayudar a los países a capear los problemas de deuda.

El apoyo tiene que hacerse efectivo, al margen de los avances que se logren para gestionar mejor las renegociaciones de deuda. Si embargo, para garantizar que toda la ayuda posible llegue a los ciudadanos de los países deudores, es fundamental asegurar que exista equidad entre los acreedores y una distribución justa de la carga, sobre todo entre los acreedores oficiales y privados. Cuanta más asistencia oficial y más préstamos blandos se destinen a ayudar a los ciudadanos necesitados y menos a reembolsar la deuda de acreedores intransigentes, mejor. **FD**

JEREMY BULOW es profesor de Economía de la cátedra Richard A. Stepp de la Escuela de Negocios de la Universidad de Stanford; **CARMEN M. REINHART** es Vicepresidenta y Economista Jefa del Grupo Banco Mundial; **KENNETH ROGOFF** es profesor de Política Pública de la cátedra Thomas D. Cabot y profesor de Economía en la Universidad de Harvard; y **CHRISTOPH TREBESCH** es profesor de Finanzas Internacionales en el Instituto de Economía Mundial de Kiel.

Referencias:

Bulow, Jeremy y Kenneth Rogoff. 1989. "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt". *Journal of Political Economy* 97 (febrero): 155-78.

———, y Afonso Bevilacqua. 1992. "Official Creditor Seniority and Burden Sharing in the Former Soviet Bloc". *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 195-222. Washington, DC: Brookings Institution.

Reinhart, Carmen M., y Kenneth Rogoff. 2009. *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Schlegel, Matthias, Christoph Trebesch y Mark L. J. Wright. 2019. "The Seniority Structure of Sovereign Debt". NBER Working Paper 25793, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch y Mitu Gulati. 2013. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy". *Economic Policy* 28 (75), 513-63.