



PERSPECTIVAS SOBRE LA DEUDA

Arrojando luz sobre la deuda

Para lograr la recuperación económica y prevenir crisis, deben revelarse los pasivos ocultos y sus términos

Ceyla Pazarbasioglu y Carmen M. Reinhart

Al persistir la crisis de la COVID-19, las economías de mercados emergentes y en desarrollo están entrando en aguas peligrosas que reviven recuerdos de anteriores incumplimientos de deuda. Aunque todos los países acumularon deuda para combatir la pandemia, la recuperación económica en esas economías está sustancialmente rezagada respecto de las economías avanzadas. Las políticas monetarias más restrictivas de las economías avanzadas habrán de elevar las tasas de interés internacionales, lo cual tiende a ejercer presión sobre las monedas y acrecentar la probabilidad de incumplimientos. Para complicar las cosas, no se conoce por completo la magnitud de muchos pasivos de economías de mercados emergentes y en desarrollo, ni sus términos. Para promover una recuperación sostenida y limitar el riesgo de una crisis, se debe dar plena cuenta de las deudas ocultas, tanto públicas como privadas.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo enfrentan complejos desafíos, con menores perspectivas de crecimiento, limitado espacio fiscal y mayores riesgos de refinanciamiento debido a los plazos más cortos de vencimiento de la deuda pública, según el informe *Monitor Fiscal* del FMI de octubre de 2021. Muchas tienen intolerancia a la deuda a causa, entre otros factores, de su historial crediticio y mayor volatilidad macroeconómica. Muchas han sufrido crisis con niveles de deuda más bajos (gráfico 1) que los registrados en 2021 (Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003).

Un rasgo común de las crisis de deuda ha sido un salto repentino de los niveles de endeudamiento, a menudo impulsado por grandes depreciaciones del tipo de cambio en países con deuda en moneda extranjera, y la asunción por los gobiernos de los denominados pasivos contingentes acumulados por empresas de propiedad estatal, gobiernos subnacionales, bancos o empresas. Como estas crisis se asocian con un menor crecimiento, mayor inflación y reverses en la lucha contra la pobreza y otros objetivos de desarrollo, los incumplimientos prolongados dañan el tejido económico y social del país deudor.

La deuda en moneda extranjera del sector público sigue siendo una vulnerabilidad (aunque quizá menos que en el pasado). Una depreciación sostenida del tipo de cambio podría obligar a los gobiernos a rescatar entidades privadas que tienen grandes pasivos en moneda extranjera. Eso podría disparar un brusco aumento de las necesidades de endeudamiento público, como ocurrió en numerosas crisis anteriores tanto en economías avanzadas como de mercados emergentes y en desarrollo.

Los diferenciales soberanos de los mercados emergentes están, en promedio, cerca de sus niveles prepandemia aun cuando los niveles de deuda pública han aumentado y se han rebajado las calificaciones de crédito soberano. Sin embargo, pese a las bajas tasas mundiales de interés de la última década, la carga de servicio de la deuda externa de los mercados emergentes ha venido incrementándose de manera sostenida (gráfico 2), registrándose un fuerte aumento en 2020, cuando las exportaciones se desplomaron, la deuda creció drásticamente y los términos de endeudamiento se deterioraron para muchas de esas economías.

Las condiciones financieras mundiales habrán de deteriorarse a medida que los bancos centrales de las economías avanzadas ajusten su política para combatir presiones inflacionarias inesperadamente persistentes. Los menores préstamos externos otorgados por China reforzarán esta tendencia, ya que China enfrenta quiebras en su propio sector inmobiliario y el deterioro de muchos de sus empréstitos a economías de mercados emergentes y en desarrollo.

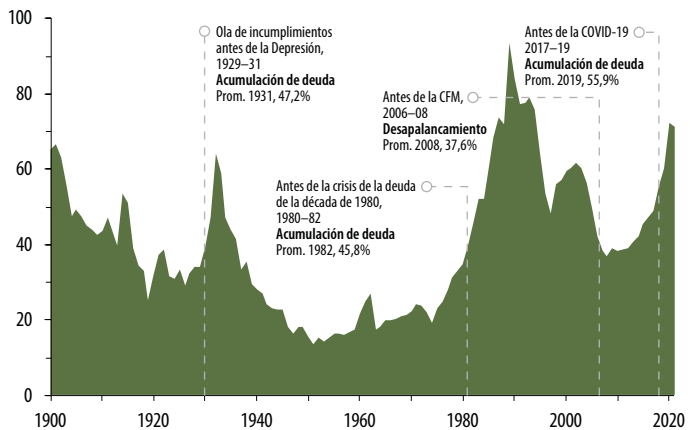
Además, la proporción de deuda interna soberana en esas economías ha aumentado drásticamente en los últimos dos decenios (FMI, 2021). Los gobiernos pasaron a recurrir al sistema bancario nacional para atender sus necesidades de financiamiento ya que los inversionistas extranjeros se retiraron durante la pandemia. El aumento de la deuda pública en poder de bancos locales de los mercados emergentes implica que los problemas graves de deuda soberana podrían extenderse a los bancos, fondos de pensiones, hogares y otros sectores de la economía nacional.

Gráfico 1

Punto de quiebre

Muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo han sufrido crisis con niveles de deuda inferiores a los registrados en 2021.

(deuda pública como porcentaje del PIB, 1900–2021, promedio no ponderado, 46 EMED)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), y Reinhart y Rogoff (2009).

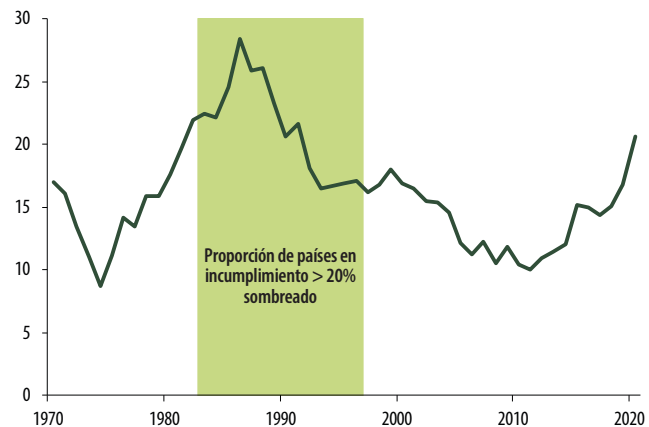
Nota: Las líneas punteadas abarcan cuatro episodios de crisis: 1929–31 y 1980–82, el comienzo de importantes crisis de la deuda en las EMED; 2006–08, el inicio de la CFM, que afectó principalmente a las economías avanzadas; y 2017–19, la acumulación de deuda pre-COVID-19 en las EMED. EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; CFM = crisis financiera mundial.

Gráfico 2

Arriba y lejos

A pesar de las bajas tasas mundiales de interés de la última década, la carga de servicio de la deuda externa de las EMED ha venido aumentando de forma constante, con una fuerte alza en 2020.

(servicio promedio de la deuda externa total, EMED, como porcentaje de bienes, servicios e ingreso primario)



Fuentes: Banco Mundial, *Estadísticas de la deuda internacional*, y Reinhart y Rogoff (2009).

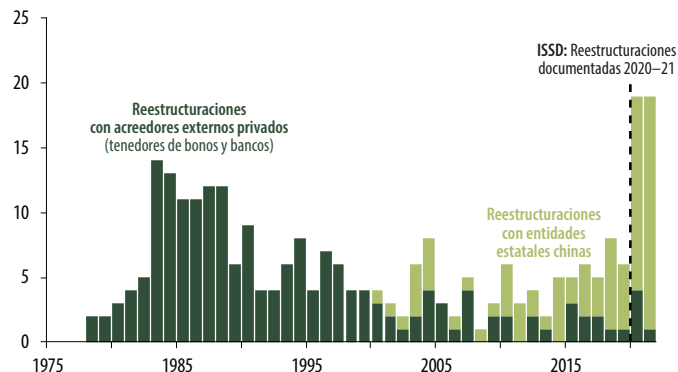
Nota: La proporción de incumplimientos se basa en todos los países (193 en 2020). El servicio de la deuda es un promedio de 123 EMED. EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Gráfico 3

Fuera del radar

El auge de deudas ocultas ha dado lugar a un aumento del número de reestructuraciones de deuda no registrada.

(número de reestructuraciones de deuda soberana externa)



Fuente: Horn, Reinhart y Trebesch (de próxima publicación).

Nota: Este gráfico combina datos sobre reestructuraciones de deuda en situación crítica con acreedores externos privados (tenedores de bonos y bancos) y las correspondientes a acreedores chinos. Los casos chinos incluyen 33 reestructuraciones de deuda con países en alto riesgo o situación crítica de sobreendeudamiento tras la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (ISSD) 2020–21. Para evitar sesgos, se excluyen 149 reestructuraciones “simbólicas” con préstamos reducidos a tasa de interés cero.

Los riesgos de la deuda son elevados y probablemente sigan siéndolo durante varios años, dado que la pandemia ha incrementado en forma sostenida las necesidades financieras brutas del sector público entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Muchas han gastado las fuentes internas de financiamiento. Y su capacidad de tomar préstamos de los bancos centrales nacionales —algo que algunos países han hecho ampliamente desde principios de 2020— será más limitada si continúa la presión inflacionaria. Estos factores pueden hacer que las economías de mercados emergentes y en desarrollo dependan más del financiamiento externo, exponiéndolas a mayores riesgos de un freno repentino de esos flujos. Por último, pero no menos importante, las necesidades de financiamiento —y la deuda— tienen la costumbre de crecer más de lo previsto.

Opacidad de los balances

Muchos gobiernos deudores, al tratar de evitar un incumplimiento desordenado y prolongado, enfrentan un obstáculo importante: la verdadera dimensión o los términos de sus pasivos a menudo no son conocidos del todo por muchos de sus acreedores o las instituciones financieras internacionales que los respaldan. Durante el período de altos precios mundiales de las materias primas y de relativa prosperidad que duró hasta alrededor de 2014, muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo buscaron más allá de los acreedores oficiales del Club de París y contrajeron

grandes préstamos con otros gobiernos, particularmente con China. Una proporción sustancial de esas deudas no se registró en las principales bases de datos y quedó fuera del radar de las calificadoras crediticias. Los empréstitos externos de las empresas estatales o con garantía estatal, que tienen normas desiguales de presentación de información, también escalaron. El auge de deudas ocultas ha dado lugar a un mayor número de reestructuraciones de deuda no registrada (gráfico 3) e incumplimientos ocultos (Horn, Reinhart y Trebesch, de próxima publicación). Se sabe comparativamente poco acerca de los términos de esas deudas o sus condiciones de reestructuración. Históricamente, la opacidad frustra la resolución de crisis o, por lo menos, la demora.

La falta de transparencia de los balances generales se extiende más allá del sector público. Como destaca el *Informe sobre el Desarrollo Mundial 2022*, muchos países adoptaron mecanismos contables y regulatorios de indulgencia y garantías para mitigar el impacto de la pandemia en la economía. La consecuencia no deseada de esas medidas es la posibilidad de un aumento de los préstamos en mora que no están aún reflejados en los balances de los bancos. El alza de los préstamos morosos ocultos, junto con una mayor tenencia de deuda soberana, ha reforzado lo que se conoce como nexo soberano-bancario, en el cual la solidez financiera de los bancos está cada vez más entrelazada con la de los gobiernos. A menudo las crisis bancarias y de deuda soberana han estallado en estrecha sucesión (Reinhart y Rogoff, 2011). La pandemia ha potenciado este “bucle fatal” incrementando asimismo la opacidad de los balances privados y públicos.

Detección, transparencia y resolución

Una estrategia integral para elevar la transparencia de los sectores público, financiero y empresarial, y evaluar y abordar los riesgos identificados de los balances, es un primer paso tanto para respaldar la recuperación económica de las economías de mercados emergentes y en desarrollo como para resolver los problemas de deuda soberana en países que ya están en graves dificultades. Ha pasado más de un año desde que el Grupo de los Veinte adoptó el Marco Común para el tratamiento de la deuda orientado a los deudores soberanos que enfrentan continuos problemas de deuda; hasta la fecha, ningún país ha logrado reestructuración alguna. Como en episodios anteriores, la naturaleza de las demoras es variada y obedece tanto a los acreedores como a los deudores, y se necesitan medidas urgentes de todos los interesados pertinentes para asegurar que el Marco Común rinda sus frutos. Eso incluye clarificar los pasos y cronogramas del proceso del Marco Común y suspender los pagos de servicio de la deuda hasta que se completen las negociaciones.

Los contratos de deuda son un ámbito crucial que requiere más transparencia. Más allá de los términos habituales (vencimiento, tasas de interés, moneda), a menudo no se divulgan características clave (garantía real, incumplimiento cruzado, cláusulas de confidencialidad y demás) de muchos contratos de deuda de mercados emergentes. La deuda pública externa con garantía real ha aumentado en los últimos años, pero son limitados los indicadores precisos de su prevalencia. La dependencia de bonos sindicados con garantía y préstamos de acreedores privados está concentrada en unos pocos países, incluidos contratos opacos con comerciantes de petróleo. Hay también cierta evidencia que sugiere que muchos de los préstamos bilaterales otorgados por China para infraestructura tienen garantía real (Gelpern *et al.*, 2021).

Como hemos sostenido en otras ocasiones, la transparencia no puede superar todos los retos, pero puede contribuir mucho a elevar la probabilidad de una reestructuración más rápida y ordenada de la deuda al crear confianza entre los grupos de acreedores, que actualmente es más bien baja. La divulgación de información debe provenir de todos los acreedores y deudores; los organismos multilaterales siguen ampliando su cobertura de las lagunas de información en las bases de datos existentes, al tiempo que construyen otras más amplias, y modifican sus políticas de concesión de préstamos para mejorar los requisitos de presentación de información.

Las políticas fiscales, monetarias y del sector financiero han sostenido la estabilidad financiera durante la pandemia. El retiro final de estas medidas quizá revele vulnerabilidades que podrían causar tensión en el sector bancario. La adopción oportuna de medidas es crucial y requerirá mejorar la transparencia de la calidad de los activos bancarios, incluida la exposición a los pasivos soberanos y contingentes, mediante evaluaciones de calidad de activos, así como pruebas de tensión para preparar planes de contingencia. Un diagnóstico correcto de los riesgos es el primer paso hacia la resolución de problemas y reestructuración de activos en caso necesario.

La reiterada práctica de recurrir a un endeudamiento perenne — renovando los préstamos indefinidamente— es una receta para demorar la recuperación. Cuando las evaluaciones exigen planes creíbles de recapitalización o reestructuración de pasivos, se los debería efectuar con rapidez de maneras que no empeoren marcadamente la carga de la deuda soberana. La situación de algunos países quizá requiera intervenciones gubernamentales, como programas focalizados para aliviar el sobreendeudamiento en los sectores de los hogares y de inmuebles comerciales. Cabe destacar que, para evitar la “zombificación”, la reestructuración de activos debe ser impulsada por las fuerzas del mercado, respaldadas

por regulaciones más estrictas —incluidos los aspectos relativos a la clasificación, constitución de provisiones y divulgación de pérdidas por préstamos incobrables— y una mayor supervisión.

El FMI y el Banco Mundial continuarán respaldando la agenda de transparencia mediante la divulgación de datos, el fortalecimiento de las capacidades y las políticas de concesión de préstamos para asistir en la reestructuración de la deuda soberana. En una revisión en curso de las políticas del FMI para otorgar préstamos a países con atrasos o en proceso de reestructuración, el personal técnico está proponiendo una nueva política que permita al FMI prestar solo si los países comparten información exhaustiva acerca de su saldo de deuda y sus respectivos términos (en total) con todos los acreedores. Este intercambio de información tendría lugar con independencia de que los países hayan incurrido ya en atrasos o estén procurando evitarlos.

La cobertura de la deuda en la publicación *Estadísticas de la deuda internacional* del Banco Mundial ha aumentado sustancialmente en el último año. En la edición más reciente se identificaron y agregaron a las estadísticas anteriores casi USD 200.000 millones de préstamos previamente no declarados, el mayor incremento de cobertura de la deuda en los 50 años de historia de publicación de informes del Banco Mundial sobre el tema (Horn, Mihalyi y Nickol, 2022). Alrededor del 60% de los países de bajo ingreso tienen ahora un alto riesgo de sufrir problemas de sobreendeudamiento, o ya los atraviesan, frente a menos del 30% en 2015. Si bien las brechas de transparencia son particularmente agudas en esos países, también están presentes ampliamente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Los riesgos de no abordar esas deficiencias con prontitud son significativos y aumentan rápidamente. **FD**

CEYLA PAZARBASIOGLU es Directora del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI. **CARMEN M. REINHART** es Vicepresidenta y Primera Economista del Grupo Banco Mundial.

Referencias:

- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2021. “Issues in Restructuring of Sovereign Domestic Debt”. Policy Paper 2021/071, Washington, DC.
- Gelpern, Anna, Sebastian Horn, Christoph Trebesch, Scott Morris y Bradley Parks. 2021. “How China Lends: A Rare Look at 100 Debt Contracts with Foreign Governments”. Instituto Peterson de Economía Internacional, Working Paper Series WP21-7, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, David Mihalyi y Philipp Nickol. 2022. “Hidden Debt Revelations”. Inédito. Banco Mundial, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart y Christoph Trebesch. De próxima publicación. “Hidden Defaults”. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, mayo de 2022.
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff. 2009. *Esta vez es distinta: Ocho siglos de necesidad financiera*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff. 2011. “From Financial Crash to Debt Crisis”. *American Economic Review* 191 (5): 1676–706.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano. 2003. “Debt Intolerance”. *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (Primavera): 1–74.