

DESARROLLO EN LAS AMÉRICAS

LIDIAR CON LA DEUDA

Menos riesgo para más crecimiento
en América Latina y el Caribe



Editado por:
Andrew Powell
Oscar Mauricio Valencia

LIDIAR CON LA DEUDA

LIDIAR CON LA DEUDA

Menos riesgo para más crecimiento
en América Latina y el Caribe

Editado por:
Andrew Powell
Oscar Mauricio Valencia

**Catalogación en la fuente proporcionada por la
Biblioteca Felipe Herrera del
Banco Interamericano de Desarrollo**

Lidiar con la deuda: menos riesgo para más crecimiento en América Latina y el Caribe / editores, Andrew Powell, Oscar Mauricio Valencia.

p. cm.

Incluye referencias bibliográficas.

978-1-59782-531-3 (Rústica)

978-1-59782-532-0 (PDF)

1. Debts, Public-Latin America. 2. Debts, Public-Caribbean Area. 3. Financial institutions-Latin America. 4. Financial institutions-Caribbean Area. 5. Financial institutions, International-Latin America. 6. Financial institutions, International-Caribbean Area. 7. Macroeconomics. I. Powell, Andrew (Andrew Philip), editor. II. Valencia, Oscar, editor. III. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Investigación y Economista Jefe.

HG3891.5 .D45 2022 spa.ed.

IDB-BK-272

Copyright © 2023 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



Diseño de cubierta: Paula Sáenz Umaña.

Diagramación: The Word Express, Inc.

Contenido

Lista de cuadros	vii
Lista de gráficos	ix
Lista de recuadros	xvii
Prefacio	xix
Agradecimientos	xxi
Lista de autores	xxv
1. El enigma de la deuda	1
2. Posiciones externas sólidas para economías resilientes	5
3. Mercados de bonos nacionales: avances y tropiezos	41
4. Un análisis para entender el aumento de la deuda	73
5. La sostenibilidad de la deuda: más importante que nunca	105
6. La gestión de la deuda soberana	137
7. Acreedores oficiales: proveedores de algo más que dinero	177
8. ¿Más allá del punto de inflexión? Evaluación del sobreendeudamiento en América Latina y el Caribe	203
9. Reducción de la deuda pública: ¿qué funciona mejor?	219
10. Reestructuración de la deuda soberana: la necesidad de un nuevo enfoque	247
11. La gestión de la deuda privada	283

12. Vulnerabilidades en las hojas de balance corporativo como resultado de la pandemia 315

13. La esencia de la deuda. 341

Referencias. 353

Índice 393

Lista de cuadros

Cuadro 3.1	Deuda pendiente en bonos del Estado como porcentaje del PIB tendencial	43
Cuadro 3.2	Total de emisiones de bonos del sector privado en los mercados nacionales e internacionales	55
Cuadro 3.3	Impulsores de la capitalización del mercado de bonos	61
Cuadro 5.1	Niveles de deuda seguros: comparación de resultados según las metodologías (porcentaje del PIB)	126
Cuadro 6.1	El balance del gobierno	149
Cuadro 6.2	Dimensiones analíticas incluidas en una encuesta reciente de oficinas de gestión de la deuda	169
Cuadro 9.1	Episodios de reducción de la deuda en América Latina y el Caribe	221
Cuadro 11.1	Inversión adicional mínima necesaria para cumplir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible relacionados con los servicios públicos	307

Lista de gráficos

Gráfico 2.1	Pasivos externos netos, 2020	7
Gráfico 2.2	Pasivos externos, 2020	8
Gráfico 2.3	Activos externos, 2020	8
Gráfico 2.4	Índice de liberalización financiera	12
Gráfico 2.5	Integración financiera	13
Gráfico 2.6	Pasivos externos netos en América Latina y el Caribe	14
Gráfico 2.7	Pasivos externos netos por regiones del mundo	15
Gráfico 2.8	Activos y pasivos externos	16
Gráfico 2.9	Diferencia en las tasas de crecimiento anual de los activos externos	17
Gráfico 2.10	Diferencia en las tasas de crecimiento anual de los pasivos externos	18
Gráfico 2.11	Diferenciales de los bonos soberanos (EMBI)	19
Gráfico 2.12	Composición de los pasivos y activos externos, 2020	21
Gráfico 2.13	Evolución de los pasivos externos de capital por región	23
Gráfico 2.14	Evolución de los activos externos de capital por región	24
Gráfico 2.15	Evolución de las reservas internacionales por región	24
Gráfico 2.16	Indicador de riesgo de la posición externa por componente (promedio regional)	32
Gráfico 2.17	Indicador de riesgo de la posición externa por unidad de pasivos y activos, promedio regional	33
Gráfico 2.18	Índice de Evaluación de Vulnerabilidad de la Posición Externa, promedio por grupo de países	35
Gráfico 3.1	Bonos nacionales en circulación en los países de ALC-6 y su composición	45

Gráfico 3.2	Comparación internacional de los mercados de bonos nacionales	46
Gráfico 3.3	Proporción del total de la deuda pública (interna y externa) denominada en moneda local	47
Gráfico 3.4	Desglose de los bonos del Estado por tipo de instrumento (país promedio)	48
Gráfico 3.5	Vencimiento promedio de la deuda pública según la ley vigente	49
Gráfico 3.6	Correlación de las respuestas de la política fiscal a la COVID-19 y los mercados de bonos locales del Estado	50
Gráfico 3.7	Emisiones de bonos del sector privado en los mercados nacionales e internacionales	53
Gráfico 3.8	Tamaño de la emisión mediana del sector privado en los mercados nacionales e internacionales	58
Gráfico 3.9	Vencimiento mediano de los bonos del sector privado en los mercados nacionales e internacionales	58
Gráfico 3.10	Rendimiento mediano del sector privado en los mercados nacionales e internacionales	59
Gráfico 3.11	Participación extranjera en los bonos en moneda local	65
Gráfico 3.12	Cambio en el porcentaje de deuda en moneda local de inversionistas extranjeros	68
Gráfico 3.13	Aumento de los diferenciales de la tasa de interés con la depreciación esperada de la moneda	69
Gráfico 4.1	La suba de la deuda pública y privada en distintos países	74
Gráfico 4.2	Deuda bruta del gobierno general en América Latina y el Caribe	76
Gráfico 4.3	Créditos para empresas no financieras en todo el mundo	83
Gráfico 4.4	Crédito para empresas no financieras	84
Gráfico 4.5	Evolución del apalancamiento corporativo durante la COVID-19	85
Gráfico 4.6	Deuda de los hogares en América Latina y el Caribe	87
Gráfico 4.7	Ratio de la deuda total de los hogares en relación con el ingreso	87

Gráfico 4.8	Deuda hipotecaria de los hogares como ratio de la deuda total	88
Gráfico 4.9	Tasas de interés promedio sobre las hipotecas y los préstamos no garantizados al consumidor	89
Gráfico 4.10	Distribución de las variaciones de la deuda en una ventana de cinco años, 1985-2021	90
Gráfico 4.11	Episodios de picos de la deuda en América Latina y el Caribe, 1985-2021	91
Gráfico 4.12	Caracterización regional de episodios de picos de la deuda, promedio 1985-2021	93
Gráfico 4.13	Descomposición de los picos de la deuda, ventana de cinco años, 1985-2021	96
Gráfico 4.14	Relación entre las variables macroeconómicas y la probabilidad de un pico de la deuda	98
Gráfico 4.15	Impacto de las instituciones fiscales y las reservas internacionales sobre la probabilidad de picos de la deuda	99
Gráfico 4.16	Niveles de deuda y probabilidad de picos de la deuda	101
Gráfico 5.1	Características de la sostenibilidad de la deuda	106
Gráfico 5.2	Balance primario estructural y deuda bruta	108
Gráfico 5.3	El gasto público primario aumenta durante las crisis	109
Gráfico 5.4	Proyección de la deuda bruta	111
Gráfico 5.5	Reacción de los balances fiscales a los niveles de deuda	117
Gráfico 5.6	Impacto de las tasas de interés implícitas medianas y promedio en la deuda	119
Gráfico 5.7	Tasas medianas de crecimiento del PIB	120
Gráfico 5.8	Balance primario mediano, tasa de interés y deuda	121
Gráfico 5.9	Respuestas fiscales más débiles con niveles de deuda más altos	123
Gráfico 5.10	Límites de la deuda y niveles de deuda prudentes	124
Gráfico 5.11	Deuda bruta y escenarios de balance primario en América Latina y el Caribe	128
Gráfico 5.12	Escenarios de deuda bruta para grupos de países	129
Gráfico 5.13	Escenarios de balance primario para grupos de países	130

Gráfico 5.14	Nivel de la deuda y asequibilidad	131
Gráfico 6.1	Representación de la frontera de la estrategia de la deuda	143
Gráfico 6.2	Realizaciones de pasivos contingentes por año y tipo	148
Gráfico 6.3	Ratios de deuda en moneda extranjera	152
Gráfico 6.4	Tendencias de la deuda oficial	154
Gráfico 6.5	Deuda externa y deuda en moneda extranjera	155
Gráfico 6.6	Evolución del vencimiento promedio de la deuda en bonos	156
Gráfico 6.7	Tarjeta de puntaje de la composición de la deuda	157
Gráfico 6.8	Diferenciales soberanos	159
Gráfico 6.9	El peso del servicio de la deuda pública	165
Gráfico 6.10	Calendario de amortización de la deuda	166
Gráfico 6.11	Mapa de calor de las amortizaciones de la deuda	167
Gráfico 6.12	Contexto estilizado de la oficina de gestión de la deuda	168
Gráfico 6.13	Capacidad de las oficinas de gestión de la deuda y tamaño de las economías	170
Gráfico 6.14	Capacidad de las oficinas de gestión de la deuda por dimensión	170
Gráfico 7.1	Composición de la deuda externa pública y con garantía pública en América Latina y el Caribe	178
Gráfico 7.2	Deuda externa pública y con garantía pública en América Latina y el Caribe	181
Gráfico 7.3	Tasas de interés de mercado y tasas de los bancos multilaterales de desarrollo en América Latina y el Caribe	187
Gráfico 7.4	Préstamos multilaterales y brechas del producto en América Latina y el Caribe	191
Gráfico 7.5	Multiplicadores de la movilización indirecta en infraestructura	194
Gráfico 7.6	Deuda bilateral oficial como porcentaje del PIB	197
Gráfico 8.1	Crecimiento económico y deuda pública en países de América Latina y el Caribe, 1980-2021	205

Gráfico 8.2	El efecto del alto endeudamiento en el crecimiento y la formación de capital	206
Gráfico 8.3	Crecimiento económico versus deuda bruta (porcentaje del PIB), 1980-2021	207
Gráfico 8.4	EMBI promedio, por deuda bruta y episodios de picos de la deuda, 1980-2021	208
Gráfico 8.5	Umbral estimado de la deuda por grupos de países	209
Gráfico 8.6	Umbral estimado de la deuda para todos los países	210
Gráfico 8.7	Efecto marginal de la deuda pública en el crecimiento, por debajo y por encima del umbral de deuda	211
Gráfico 8.8	El efecto de los picos de la deuda en el crecimiento del PIB per cápita	213
Gráfico 8.9	Picos de la deuda e inversión	214
Gráfico 8.10	Picos de la deuda y riesgo soberano	215
Gráfico 9.1	Distribución de episodios de reducción de la deuda	228
Gráfico 9.2	Proporción de episodios de reducción de la deuda por región	229
Gráfico 9.3	Proporción de ajustes suaves de la deuda	232
Gráfico 9.4	Composición de los cambios de la deuda por región	234
Gráfico 9.5	Principales factores contribuyentes de los episodios de reducción de la deuda	235
Gráfico 9.6	Probabilidad condicional e incondicional de un episodio de reducción de la deuda en el percentil 10	237
Gráfico 9.7	Tipos de episodios de reducción de la deuda y niveles de deuda	238
Gráfico 9.8	Independencia del banco central y episodios de reducción de la deuda impulsados por la inflación	239
Gráfico 9.9	Inflación, pagos de intereses reales e independencia del banco central	240
Gráfico 9.10	Probabilidad de diferentes tipos de episodios de reducción de la deuda	242
Gráfico 9.11	Cambio en la dinámica de la deuda por región	243
Gráfico 9.12	Episodios de reducción de la deuda y desigualdad	244
Gráfico 10.1	Distribución de la probabilidad de recortes del valor presente en las reestructuraciones de bonos	255

Gráfico 10.2	¿Tienen éxito las reestructuraciones de la deuda?	256
Gráfico 10.3	Aumento de la diversidad de la deuda impaga	257
Gráfico 11.1	Créditos internos al sector privado en América Latina y el Caribe	285
Gráfico 11.2	Porcentaje de empresas que señalan el acceso al financiamiento como una gran limitación	287
Gráfico 11.3	Fuentes de financiamiento de la inversión por región	288
Gráfico 11.4	Proporción de capital de trabajo financiada por los bancos	289
Gráfico 11.5	Fuentes de financiamiento de las inversiones por tamaño de empresa	290
Gráfico 11.6	Porcentaje de empresas que definen el acceso al financiamiento como una limitación principal	292
Gráfico 11.7	Porcentaje de empresas con solicitudes de préstamos rechazadas	296
Gráfico 11.8	Porcentaje de empresas que declaran atrasos en los pagos de la deuda	297
Gráfico 11.9	Probabilidad de atrasarse en los pagos durante la pandemia	298
Gráfico 11.10	Porcentaje de empresas que cerraron	299
Gráfico 11.11	Desempeño de las exportaciones y deuda de las empresas	303
Gráfico 11.12	Disminución de las operaciones de exportación, los mercados y la deuda	304
Gráfico 11.13	Inversión en infraestructura, pública y privada	306
Gráfico 11.14	Financiamiento no público de infraestructura	308
Gráfico 11.15	¿Quién financió infraestructura en la región?	309
Gráfico 11.16	Financiamiento de infraestructura de los bancos comerciales por instrumento	309
Gráfico 12.1	Alza de la deuda, desplome de las inversiones: la acumulación de vulnerabilidades del balance en América Latina	316
Gráfico 12.2	Recuperación incompleta en las valoraciones del mercado bursátil	318

Gráfico 12.3	Tasas medianas de inversión en diferentes niveles de apalancamiento	324
Gráfico 12.4	Tasas medianas de inversión en diferentes niveles de distancia al impago	327
Gráfico 12.5	El ciclo económico de las tasas de inversión: tiempos normales versus recesiones	328
Gráfico 12.6	Impacto promedio de la deuda y el riesgo en la inversión corporativa	330
Gráfico 12.7	Complementariedad positiva entre apalancamiento y riesgo	331
Gráfico 12.8	Efectos importantes del sobreendeudamiento después de las recesiones económicas	334
Gráfico 12.9	Sobreendeudamiento y recuperaciones lentas de las inversiones después de recesiones grandes	335

Lista de recuadros

Recuadro 2.1	El valor de seguro de las reservas internacionales	29
Recuadro 3.1	Bonos de infraestructura: el caso de Brasil	56
Recuadro 3.2	Iniciativas multinacionales: Asia y América Latina	62
Recuadro 3.3	Uruguay: el camino a la desdolarización de la deuda pública	65
Recuadro 4.1	Ajuste stock-flow y evolución la deuda pública	94
Recuadro 4.2	La deuda subnacional: en descenso	94
Recuadro 5.1	Funciones de reacción fiscal	113
Recuadro 6.1	Gestión de la deuda pública en Brasil	160
Recuadro 7.1	El trato de acreedor preferente	183
Recuadro 9.1	Éxitos en la región: cómo se lograron	223
Recuadro 9.2	Intolerancia a la austeridad	226
Recuadro 10.1	Arquitectura de reestructuración de la deuda griega y europea	270
Recuadro 10.2	Protección de activos de Naciones Unidas en Irak	271
Recuadro 11.1	Empresas caribeñas con necesidades de financiamiento	295
Recuadro 12.1	Una teoría sencilla del sobreendeudamiento	322
Recuadro 12.2	Estimación de la distancia al impago a nivel de la empresa	325

Prefacio

La pandemia ha sido un fuerte golpe para América Latina y el Caribe, con un inconmensurable sufrimiento humano y un alto costo económico. A su paso, ha dejado muchas cicatrices. A nivel macroeconómico, una de las más duraderas y significativas es el alto nivel de endeudamiento. La deuda había aumentado incluso antes de la pandemia, pero se aceleró aún más cuando los gobiernos desplegaron paquetes fiscales para brindar apoyo a sus economías, al ver que sus ingresos se agotaban. La respuesta fiscal se justificaba debido a la magnitud y la naturaleza de la crisis, pero ahora la región debe afrontar las consecuencias. Este libro se centra en cómo deben gestionar los países los altos niveles de deuda y, elabora recomendaciones de políticas basadas en un riguroso análisis.

Los países de la región están reduciendo los excepcionales déficits fiscales inducidos por la pandemia. Las proyecciones de línea de base del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) sugieren la continuidad de la consolidación y una caída de los ratios de deuda pública. Pero, como lo recomienda esta publicación, los gobiernos deberían disminuir aún más los niveles de deuda hasta alcanzar niveles prudentes. Existen muchas oportunidades para hacerlo, mediante una mejor eficiencia del gasto, la ampliación de la base tributaria y la realización de reformas más amplias para optimizar los balances fiscales y estimular el crecimiento.

La invasión rusa a Ucrania, los elevados precios de la energía y los alimentos, la creciente inflación y la normalización monetaria en todo el mundo complican el entorno de la formulación de políticas públicas. Para trazar el camino por seguir, los gobiernos deben coordinar las políticas monetaria y fiscal. Una política fiscal expansiva con una respuesta monetaria aún más estricta no dará los resultados deseados. Las políticas fiscal y monetaria deben trabajar de la mano para garantizar la estabilidad macroeconómica.

Sin embargo, ni la política fiscal ni la política monetaria a corto plazo pueden impulsar las perspectivas económicas a largo plazo más allá del potencial de una economía. A fin de aumentar el crecimiento, los países deben buscar incrementos subyacentes en la productividad. Los avances

tecnológicos, los adelantos educativos, una mejor gestión y una asignación más eficiente de los recursos pueden contribuir a fomentar el crecimiento en el futuro.

Aprovechar el potencial del sector privado es fundamental. Las economías más exitosas han encontrado el equilibrio entre permitir la prosperidad de las empresas privadas y sostener mecanismos de redistribución de la riqueza para proteger los hogares más pobres. Esto requiere un entorno favorable a las firmas, que ofrezca incentivos para la inversión, incluido el capital extranjero.

Instituciones financieras internacionales como el BID pueden proporcionar su apoyo mediante recursos financieros y conocimiento. Los préstamos a largo plazo que ofrecen a bajas tasas de interés pueden ayudar a los países a gestionar los niveles de deuda actuales. Otras herramientas que pueden utilizar para que los gobiernos manejen sus asuntos financieros son las garantías y los préstamos en moneda local, así como la facilitación del uso de *swaps* y otros productos de tipo seguro para gestionar los riesgos. Las instituciones financieras internacionales también contribuyen a través del conocimiento, que se presenta de muchas formas. Los recursos financieros destinados a programas construidos a partir de un análisis basado en la evidencia pueden servir para impulsar las perspectivas a corto plazo, así como el crecimiento a largo plazo.

Este libro es un ejemplo más de la forma en que instituciones como el BID pueden cooperar, mediante un análisis riguroso y recomendaciones de políticas, en un área crítica. Esperamos que este volumen les resulte útil a los formuladores de políticas públicas y atraiga a una audiencia más amplia, preocupada por los desafíos que afronta la región en estos momentos de incertidumbre mundial y elevado endeudamiento.

Ilan Goldfajn

Presidente

Banco Interamericano de Desarrollo

Eric Parrado

Economista Jefe

Banco Interamericano de Desarrollo

Agradecimientos

Desarrollo en las Américas (DIA) es la publicación insignia del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Esta edición ha sido producida bajo la dirección de Andrew Powell, asesor principal del Departamento de Investigación, y de Oscar Mauricio Valencia, especialista líder de la División de Gestión Fiscal y Municipal.

Agradecemos a Susana Cordeiro, gerente de Instituciones para el Desarrollo; Eric Parrado, economista jefe y gerente general del Departamento de Investigación, y Emilio Pineda, jefe de la División de Gestión Fiscal y Municipal, quienes proporcionaron apoyo y orientación constantes a lo largo de todo el proyecto. También queremos agradecer especialmente a Benigno López, Richard Martínez y Gustavo De Rosa, por su estímulo y sus comentarios adicionales.

Los principales autores de cada capítulo son los siguientes:

- Capítulo 1 Andrew Powell y Oscar Mauricio Valencia
- Capítulo 2 Eduardo Cavallo y Eduardo Fernández Arias
- Capítulo 3 Eduardo Borensztein y Eduardo Cavallo
- Capítulo 4 María Cecilia Acevedo, Leandro Andrián, Victoria Nuguer y Oscar Mauricio Valencia
- Capítulo 5 Juan Manuel Hernández, Andrew Powell y Oscar Mauricio Valencia
- Capítulo 6 Eduardo Levy Yeyati y Andrew Powell
- Capítulo 7 Leopoldo Avellán, Arturo Galindo y Giulia Lotti
- Capítulo 8 Leandro Andrián y Oscar Mauricio Valencia
- Capítulo 9 Ugo Panizza y Andrew Powell
- Capítulo 10 João Ayres, Anna Gelpern y Andrew Powell
- Capítulo 11 María Cecilia Acevedo, Vanessa Alviarez y Joaquín Lennon Sabatini
- Capítulo 12 Rodrigo Heresi y Andrew Powell
- Capítulo 13 Andrew Powell y Oscar Mauricio Valencia

El libro contiene una serie de recuadros de enorme valor. Por ello, además de agradecer a los autores de los capítulos correspondientes, brindamos un reconocimiento especial a los siguientes colaboradores por estas meritorias contribuciones: Juan Manuel Hernández (recuadro 2.1); Pablo Pereira dos Santos (recuadro 3.1); João Ayres (recuadro 6.1); Federico Galizia, Jonas de Oliveira Campino, Andrew Powell y Frank Sperling (recuadro 7.1); Oscar Mauricio Valencia (recuadro 9.1), y Federico Filippini y Guido Sandleris (recuadro 9.2).

También se agradece especialmente a Joan Prats por sus comentarios y aportes adicionales, sobre todo en relación con los capítulos 6 y 10.

Eduardo Levy Yeyati, Ugo Panizza y Teresa Ter-Minassian oficiaron como asesores externos, y proporcionaron orientación y comentarios críticos en diversas etapas del proceso de preparación de este libro. Asimismo, dedicamos un reconocimiento muy especial a Mauricio Cárdenas, por sus inapreciables comentarios.

También expresamos nuestro agradecimiento a los colegas de la División de Mercados de Capital e Instituciones Financieras, la División de Gestión Fiscal y Municipal, y el Departamento de Investigación por las numerosas conversaciones esclarecedoras y los comentarios pertinentes, en particular a Vanessa Alviarez, Martín Ardanaz, João Ayres, Alberto Barreix, Eduardo Cavallo, Jessica Chamorro, Arturo Galindo, Rodrigo Heresi, Juan Manuel Hernández, André Martínez Fritscher, Andrés Muñoz, Victoria Nuguer, Carola Pessino, Joan Prats, Axel Radics, Cezar Ramos Santos y Gerardo Tagle.

Osmel Manzano, Virginia Queijo von Heideken, David Rosenblatt, Marta Ruiz-Arranz, Agustina Schijman y muchos economistas de distintos países que trabajan en el BID nos brindaron excelentes consejos y comentarios.

También queremos agradecer especialmente a João Ayres, Monise Faria, André Martínez Fritscher, Renata Motta Café, José Luiz Rossi y Cezar Santos por revisar la versión en portugués de este manuscrito.

Paula Arias brindó una excelente asistencia de investigación a lo largo de la producción de este libro.

También contamos con la inestimable ayuda de investigación de Laura Acevedo, Matilde Angarita Serrano, Matheo Arellano Morales, Ana Cepeda, Salim Chanto, Martha Elena Delgado Rojas, Carolina Dueñas, Adrián Garlati, Santiago Gómez, Tomás Gómez Traub, María José González Jaramillo, Carlos Guevara, Santiago Novoa, Silvia Núñez, Víctor Ortega, Diego A. Parra Álvarez, Marina Perrupato, Ingri Quevedo, Juan Pablo Rodríguez, Gustavo A. Sánchez Rivera, Vanessa Uchiyama y Daniela Villacreces Villacís.

Tom Sarrazin, del Departamento de Investigación, estuvo a la cabeza de la producción de este libro y contó con la colaboración de Lina María Botero Estrada. Rita Funaro hizo un excelente trabajo de edición de la

versión en inglés. Fayre Makeig corrigió el manuscrito en dicho idioma. La versión en español fue traducida por Adriana Cantor y Alberto Magnet, editada por Claudia M. Pasquetti y su lectura de pruebas estuvo a cargo de Santiago Arévalo. La versión en portugués fue traducida por Hilda Lemos y editada por Andressa Rovani. The Word Express estuvo a cargo del diseño gráfico.

Agradecemos especialmente a los equipos administrativos de la División de Gestión Fiscal y Municipal, y al Departamento de Investigación, por el enorme esfuerzo y la gran dedicación que destinaron para avanzar en todos los pasos necesarios de la producción de este libro. Damos las gracias en particular a Mariana Canillas, Myriam Escobar, Elton Mancilla, Carmen Montesinos, Aglae Parra, Mariela Semidey y Federico Volpino.

Pablo Bachelet, Lina María Botero Estrada, Andrés Cavelier, Romina Nicaretta y Tom Sarrazin ayudaron enormemente en la estrategia de comunicación y difusión.

A pesar de los valiosos aportes de las numerosas personas que han contribuido a este volumen, los editores y los autores asumen toda la responsabilidad por cualquier error en la información o el análisis. Las opiniones expresadas en esta publicación pertenecen a los editores del proyecto y a los autores de los capítulos correspondientes y no necesariamente reflejan las opiniones del BID ni de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representan.

Lista de autores

María Cecilia Acevedo, ciudadana colombiana, es oficial de estrategia de BID Invest. Tiene un Doctorado en Política Pública de la Universidad de Harvard.

Vanessa Alvarez, ciudadana venezolana, es economista sénior del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de Michigan.

Leandro Andrián, ciudadano argentino, es economista sénior del Departamento de Países del Grupo Andino del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad Estatal de Iowa.

Leopoldo Avellán, ciudadano ecuatoriano, es economista principal de la Oficina de Planificación Estratégica y Efectividad en el Desarrollo del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de Maryland en College Park.

João Ayres, ciudadano brasileño, es economista sénior del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de Minnesota.

Eduardo Borensztein, ciudadano argentino y estadounidense, es asesor independiente. Tiene un Doctorado en Economía del Instituto de Tecnología de Massachusetts.

Eduardo Cavallo, ciudadano argentino y estadounidense, es economista principal del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Política Pública de la Universidad de Harvard.

Eduardo Fernández Arias, ciudadano uruguayo, es asesor independiente. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de California en Berkeley.

Arturo Galindo, ciudadano colombiano, es economista principal del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de Illinois en Urbana-Champaign.

Anna Gelpern, ciudadana estadounidense, es profesora de investigación Anne Fleming en Georgetown Law y profesora becaria no residente en el Instituto Peter G. Peterson de Economía Internacional. Tiene un Doctorado en Derecho de Harvard Law School.

Rodrigo Heresi, ciudadano chileno, es economista del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de Maryland.

Juan Manuel Hernández, ciudadano colombiano, es economista del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de Pensilvania.

Joaquín Lennon, ciudadano chileno, es analista sénior del Departamento de Estadística del Fondo Monetario Internacional. Tiene una Maestría en Política Pública y Métodos de Investigación de la Universidad de Chicago.

Eduardo Levy Yeyati, ciudadano argentino, es profesor plenario y decano de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de Pensilvania.

Giulia Lotti, ciudadana italiana, es economista sénior de la Oficina de Planificación Estratégica y Eficacia del Desarrollo del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de Warwick.

Victoria Nuguer, ciudadana argentina, es economista sénior del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la École Polytechnique Fédérale de Lausanne.

Ugo Panizza, ciudadano italiano, es profesor del Instituto Universitario de Altos Estudios Internacionales de Ginebra. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad Johns Hopkins.

Andrew Powell, ciudadano británico, es asesor principal del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de la Universidad de Oxford.

Oscar Mauricio Valencia, ciudadano colombiano, es especialista líder de la División de Gestión Fiscal y Municipal del Banco Interamericano de Desarrollo. Tiene un Doctorado en Economía de Toulouse School of Economics.

El enigma de la deuda

La deuda puede ser buena o mala. Si el financiamiento obtenido se utiliza para aumentar la inversión de buena calidad y proporcionar mejores servicios, los beneficios deberían superar a los costos. Pero si los niveles de deuda se tornan demasiado altos o la deuda no se gestiona de manera eficaz, entonces los efectos son negativos. Las tasas de interés suben, el costo del servicio de la deuda se vuelve muy oneroso y la emisión de nueva deuda, muy cara o prohibitiva. La inversión y el crecimiento se resienten.

Los altos niveles de endeudamiento también aumentan el riesgo de una crisis. Si los costos económicos o políticos que acarrea pagar un elevado servicio de la deuda pública son demasiado altos, es posible que los inversionistas cuestionen la disposición de los gobiernos para efectuar los pagos requeridos y pueda resultar imposible refinanciar la deuda. Esto puede provocar la necesidad de una reestructuración. Además, las deudas muy altas en moneda extranjera incrementan la vulnerabilidad ante las decisiones de política monetaria mundial y las depreciaciones. Una elevada deuda corporativa deprime la inversión, aumenta el riesgo y puede causar problemas económicos más generales. En circunstancias extremas, el riesgo de impago generalizado por parte de las empresas puede afectar la solidez del sistema bancario, amenazar la estabilidad financiera y suponer un costo fiscal en caso de ser necesaria la intervención del gobierno.

Debido a los riesgos del endeudamiento excesivo, la situación actual de América Latina y el Caribe es preocupante. La deuda ha escalado a unos US\$5,8 billones, es decir, el 117% del producto interno bruto (PIB) de la región y hasta el 140% del PIB de las cinco economías más grandes. La deuda pública se disparó hasta el 71% del PIB durante la pandemia y las empresas emitieron montos considerables para sobrevivir a la crisis. En 2020, el financiamiento adicional se utilizó para contrarrestar el impacto negativo de la COVID-19 cuando la economía estaba paralizada. El financiamiento se empleó para que los hogares pudieran comprar alimentos y pagar la atención médica, y para que las empresas pudieran pagar

sus salarios. Y esto, aunque justificable, resultó en una deuda creciente. El enigma de la deuda es real: ayudó a la región a capear la pandemia, pero ahora está ahogando la economía.

Este libro examina el incremento de la deuda en América Latina y el Caribe y analiza las medidas que se deberían tomar. Ofrece recomendaciones a los responsables de las políticas públicas para garantizar que la deuda se utilice de forma inteligente, evitar los efectos perjudiciales de la misma, gestionar bien los altos niveles de endeudamiento y reducir los niveles de deuda cuando estén demasiado elevados. Para elaborar las recomendaciones, se ha revisado la literatura pertinente y se presentan estudios innovadores en una serie de áreas específicas. La publicación está organizada en tres secciones.

La primera sección explora cómo la región llegó a los actuales niveles de endeudamiento y analiza la deuda en un contexto más general. Los países tienen activos y pasivos. El capítulo 2 señala que, debido a la mayor integración financiera mundial, tanto los activos externos como los pasivos externos de los países han aumentado. Algunos activos pueden ser muy beneficiosos y, en algunas circunstancias, incluso vale la pena emitir más deuda para financiarlos a fin de mejorar la liquidez y reducir el riesgo. En el capítulo 3 se examina el desarrollo de los mercados locales de capital. El crecimiento de los sistemas financieros y la profundización de los mercados internos permiten que los países tengan más deuda local y en moneda nacional, lo cual, desde el punto de vista del riesgo, suele ser preferible a endeudarse en el extranjero en otras divisas. Si bien las tasas de interés suben cuando las monedas nacionales se deprecian, moderando estas ventajas, el capítulo hace hincapié en que los mercados más profundos son valiosos.

Tanto la deuda pública como la privada crecieron antes de la pandemia, pero con dinámicas diferentes. La primera lo hizo en gran medida en momentos de adversidad, con fuertes aceleraciones o picos provocados por una combinación de bajo crecimiento, altos costos de intereses, depreciación de la moneda y la aparición de pasivos sin financiamiento. La deuda de los hogares ha ido en aumento, pero sigue siendo relativamente baja en comparación con los estándares internacionales, mientras que la deuda de las empresas subió en los años anteriores a la pandemia hasta alcanzar valores relativamente altos, ya que las empresas aprovecharon las bajas tasas de interés internacionales y la amplia liquidez mundial. En el capítulo 4 se detallan estas tendencias, lo cual insta a instaurar el marco para los capítulos siguientes, y se pronuncia a favor de la necesidad de reforzar las instituciones fiscales como elemento crucial para evitar un fuerte incremento de la deuda pública.

La segunda sección del libro se centra en la deuda pública. El capítulo 5 aborda la cuestión central de su sostenibilidad. Una respuesta concreta depende de las convicciones acerca de las futuras medidas de política fiscal. Tomando el pasado como guía, la política fiscal proyectada indica que la deuda de la región en su conjunto es sostenible, pero eso no garantiza la sostenibilidad en todos los casos. Además, la región debería tomar medidas adicionales para reducir la deuda a niveles más prudentes. En este capítulo se aboga por una mayor orientación fiscal. En el capítulo 6 se examina cómo debe gestionarse la deuda. La gestión de la deuda en la región se ha vuelto más sofisticada y sus instituciones a estos efectos se han fortalecido. La composición de la deuda también ha mejorado durante la década de 2000. Sin embargo, en los años previos a la pandemia —y durante la misma— estos avances se estancaron. En este capítulo se sostiene que las funciones críticas de la gestión de la deuda deben reforzarse y que la gestión activa de los pasivos puede mejorar el perfil de la deuda en el futuro.

Los acreedores oficiales siguen siendo una importante fuente de financiamiento para la región. El capítulo 7, por un lado, destaca la composición cambiante de los acreedores oficiales y señala el aumento de los préstamos de instituciones bilaterales de países no pertenecientes al Club de París; por otro, examina si los bancos multilaterales de desarrollo proporcionan un financiamiento menos procíclico, a más largo plazo y de bajo costo. Si la deuda pública es demasiado alta, se teme que el crecimiento se resienta. En el capítulo 8 se plantea este tema y se identifica el punto en el que la deuda pasa de tener un impacto positivo a uno negativo. Si los elevados niveles de deuda pública reducen el crecimiento y aumentan los riesgos y los costos de los intereses, entonces reducir la deuda pública será beneficioso. ¿Cómo han reducido la deuda los países en el pasado? Esta pregunta se aborda en el capítulo 9, en el cual se examina cómo han logrado los países reducir su deuda de forma satisfactoria y significativa. En algunos casos, estas reducciones no han sido factibles, la deuda pública se ha vuelto insostenible y los países han recurrido a la reestructuración mediante negociaciones con los acreedores. En el capítulo 10 se describe cómo la región ha desempeñado un papel central en la naturaleza cambiante de la arquitectura financiera mundial, se analiza un conjunto de cuestiones nuevas y no resueltas, y se propone un foro regional para complementar las actuales iniciativas internacionales.

La tercera sección del libro se centra en la deuda privada, en particular, corporativa. Aunque el acceso al crédito ha aumentado, sigue siendo limitado para muchas pequeñas y medianas empresas, incluidas las dirigidas por mujeres. Durante la pandemia, estas firmas sufrieron relativamente

más que sus homólogas más grandes y tuvieron más probabilidades de caer en mora con los acreedores o de cerrar sus puertas. El capítulo 11 destaca los beneficios del acceso al crédito para sobrevivir a shocks negativos como la crisis de la COVID-19. En general, las empresas más grandes disfrutaban de un buen acceso al crédito; el apalancamiento aumentó antes de la pandemia y se disparó para garantizar la supervivencia cuando el virus cerró las economías. Posteriormente, los ratios de deuda disminuyeron, pero las valoraciones del mercado de valores y la volatilidad se incrementaron. En el capítulo 12 se sugiere que la región puede sufrir un exceso de riesgo y sobreendeudamiento corporativo, lo cual puede obstaculizar los esfuerzos para reconstruir el stock de capital productivo. Estos dos capítulos también ofrecen recomendaciones a los formuladores de políticas públicas sobre cómo impulsar el acceso al crédito para pequeñas empresas prometedoras y cómo brindar un mejor apoyo a las grandes empresas en fase de recuperación.

América Latina y el Caribe se enfrenta a tiempos difíciles. Factores como las secuelas de la pandemia, la invasión rusa de Ucrania, la inflación, el aumento de las tasas de interés a nivel mundial, la fortaleza del dólar y la necesidad de una política monetaria estricta a nivel nacional, dibujan un panorama complejo para la región en los próximos años. Los elevados niveles de deuda implican un menor margen de maniobra, y será preciso calibrar con sumo cuidado las medidas de políticas. Cuanto más grandes sean los desafíos mundiales y más incierto se perfila el entorno, más importante será elaborar planes sólidos y creíbles en el ámbito local. Este informe está repleto de recomendaciones de políticas para desarrollar medidas adecuadas. Se espera que los análisis y las sugerencias de políticas que aquí se presentan contribuyan a afrontar de manera favorable el desafío de la deuda en toda la región y fuera de ella.

Posiciones externas sólidas para economías resilientes

América Latina y el Caribe ha enfrentado muchas crisis derivadas de posiciones externas frágiles. A menudo estas crisis tienen como desencadenante algún shock externo, y se han visto acompañadas de crisis monetarias y bancarias. Si bien la deuda ha sido a menudo un factor clave en las crisis externas, su rol y los riesgos que plantea dependen de toda la cartera de activos y pasivos externos de un país. El objetivo de este capítulo consiste en visualizar las crisis externas desde esta perspectiva integral, considerar las implicaciones para la estabilidad macroeconómica de las posiciones externas de los países, y abordar las políticas para reducir las fragilidades.

Las crisis externas suelen provocar grandes costos económicos y sociales. Resulta útil distinguir entre los disparadores de las mismas y, en particular, separar los riesgos asociados con la posición externa de un país de otros factores de riesgo macroeconómicos. Los desequilibrios macroeconómicos tradicionales, como los altos déficits fiscales, se tratan en otros capítulos de este libro. Este, en cambio, se centra en las vulnerabilidades creadas por la posición externa de un país, específicamente en la composición de la cartera de activos y pasivos externos. Esto también sitúa a los capítulos posteriores, que se ocupan de la deuda (incluida la deuda externa), en un contexto más amplio.

Ponderar el riesgo de crisis financieras externas es clave para evaluar la salud económica de América Latina y el Caribe y elaborar políticas con el fin de impedir las mismas. El shock de la COVID-19, la invasión rusa de Ucrania, la inflación y las altas tasas de interés globales han hecho de esta tarea algo especialmente pertinente. Este capítulo muestra cómo las posiciones externas saludables contribuyen a limitar la incidencia de las crisis externas, y muestra qué pueden hacer los responsables de las políticas para fortalecer la posición externa.

¿Qué son las posiciones externas de los países?

La balanza de pagos de un país registra los flujos financieros entre sus residentes y el resto del mundo, lo cual determina la acumulación de activos externos propiedad de residentes y los pasivos externos propiedad de no residentes (que constituyen obligaciones de residentes). En el caso más sencillo, los desequilibrios entre exportaciones e importaciones generan obligaciones financieras hacia o de parte de los residentes con el resto del mundo. Más allá del comercio de bienes y servicios, los residentes y no residentes pueden participar en transacciones financieras que contribuyen aún más a la acumulación de activos y pasivos extranjeros.¹ La posición externa refleja los *stocks* acumulados de activos y pasivos externos en los sectores público y privado en un determinado momento del tiempo.

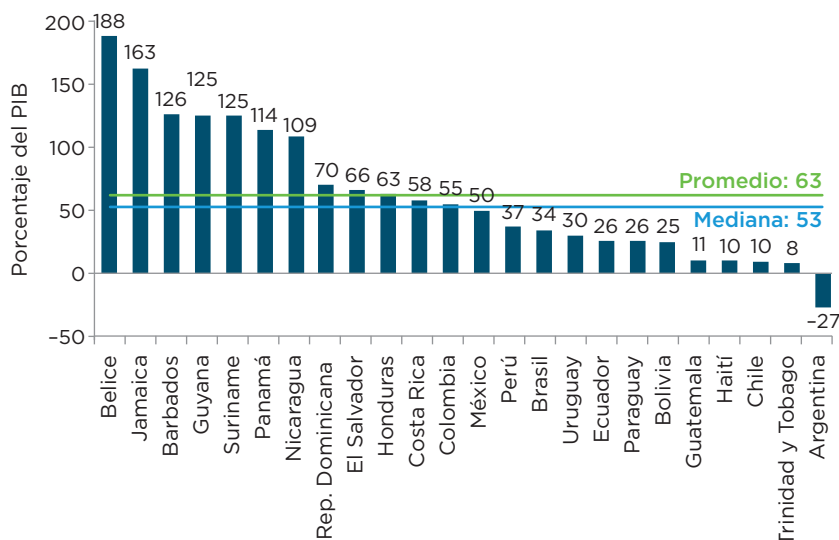
El gráfico 2.1 muestra la posición externa de cada país de América Latina y el Caribe a finales de 2020 medida por sus *pasivos externos netos*² (es decir, pasivos externos menos activos externos), expresada como un porcentaje de su producto interno bruto (PIB).³ El gráfico revela una amplia variedad de posiciones netas en diferentes países, la mayoría de los cuales son deudores externos netos (lo cual se refleja en los pasivos netos *positivos*), salvo Argentina y Venezuela, que son acreedores externos netos (pasivos netos *negativos*).⁴ En el país promedio y el país medio de la región, los pasivos netos representan entre el 50% y el 60% del PIB.

¹ Cualquiera sea la fuente original de los activos y pasivos externos, también implican pagos de servicios a lo largo del tiempo, que se añaden a estos *stocks*.

² La posición de pasivos externos netos (NFL, por sus siglas en inglés) de un país es la suma de la absorción acumulada de ahorros extranjeros con un precio adecuado y depreciado a lo largo del tiempo. Lane y Milesi-Ferretti (2007) documentan que distintas tasas de absorción de los ahorros externos dan lugar a importantes diferencias entre países en cuanto las posiciones de pasivos externos netos. La información para Haití y Barbados solo está disponible hasta 2019.

³ La información de la posición externa es escalada con el producto interno bruto (PIB) medido en dólares para que los países sean comparables. Nótese que, si bien el numerador es robusto ante variaciones marginales a corto plazo, porque se trata de un *stock*, el denominador no lo es, porque el PIB anual es un flujo. En este capítulo, el PIB tendencial se utiliza para evitar fluctuaciones temporales. El uso del PIB tendencial en dólares hace que la medida sea robusta ante las fluctuaciones del crecimiento real y los tipos de cambio real.

⁴ Venezuela se excluye del gráfico debido a discrepancias entre las estadísticas oficiales y otras estimaciones de los activos y pasivos externos, sobre todo en los últimos años. Además, el PIB tendencial de Venezuela se estima a nivel de 1990; por lo tanto, sus pasivos externos netos han aumentado en los últimos años, debido a una caída sustancial del PIB tendencial (un 65% entre 2015 y 2019).

Gráfico 2.1 Pasivos externos netos, 2020

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.

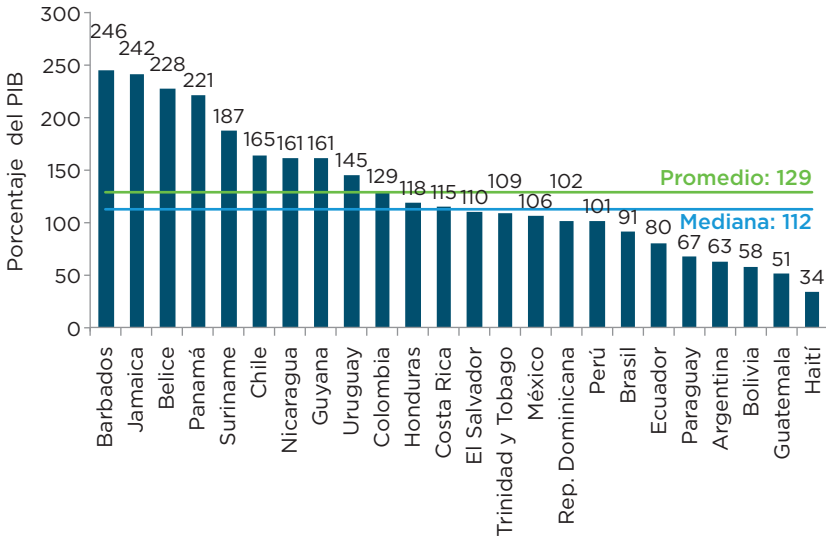
Nota: Cifras escaladas por PIB tendencial.

Los gráficos 2.2 y 2.3 reflejan por separado los dos lados de la contabilidad del balance, a saber, los pasivos y los activos externos, respectivamente.⁵ Estos gráficos demuestran que en todos los países las posiciones netas del gráfico 2.1 poseen pasivos y activos externos brutos considerables. El *stock* de pasivos y activos externos del país medio equivalen a cerca del 112% y 56% del PIB, respectivamente.

Hay tres motivos principales que explican por qué los agentes públicos y privados pueden querer contraer pasivos externos y/o adquirir activos externos más allá de las fluctuaciones derivadas de las variaciones normales en las exportaciones e importaciones de un país: i) estabilizar la actividad económica afectada por los shocks y el ciclo de negocios, moderando el consumo a lo largo del tiempo; ii) financiar oportunidades de inversión de alto rendimiento; y iii) reducir los riesgos financieros generales mediante una cartera diversificada de activos y pasivos externos. A

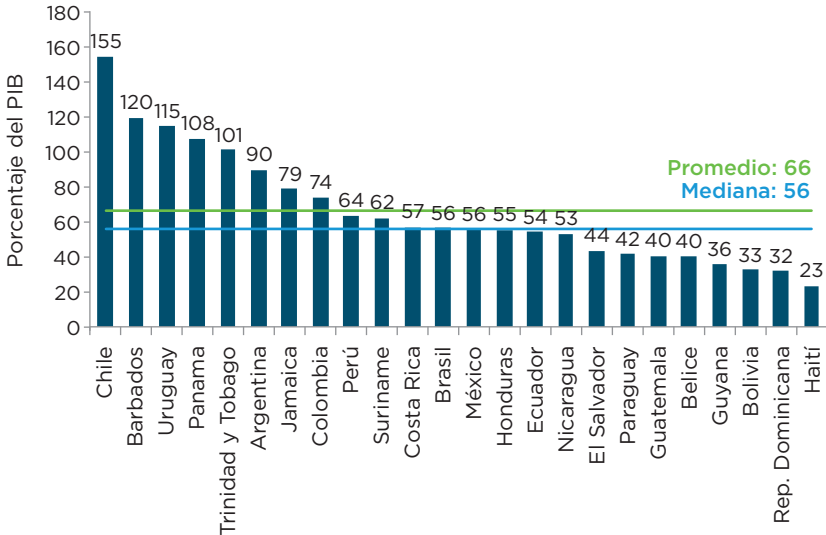
⁵ Excepto si se señala lo contrario, los datos de los balances utilizados en este capítulo provienen de Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021. Los *stocks* son estimados con precios de fin de año. Los datos se recogen según el valor de mercado, incluyendo las obligaciones de la deuda. Los países de América Latina y el Caribe de este capítulo son los 26 miembros prestatarios del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), excepto Bahamas, un centro financiero internacional cuyas estadísticas de balance no son comparables con el resto.

Gráfico 2.2 Pasivos externos, 2020



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.
Nota: Cifras escaladas por PIB tendencial.

Gráfico 2.3 Activos externos, 2020



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.
Nota: Cifras escaladas por PIB tendencial.

continuación, se analiza cada una de estas motivaciones dada su relevancia en la región.

Estabilización. A fin de suavizar el consumo, resulta útil el uso de recursos externos o la repatriación de activos externos para amortiguar temporalmente los shocks económicos transitorios o incluso para ayudar a ajustarse de la mejor forma posible ante desafíos como los costos del envejecimiento de la población y las pensiones. Además, esto evita los costos de interrupciones en la inversión y la producción, al proteger los proyectos de inversión vulnerables ante la falta de financiamiento provisional. Los agentes privados, y particularmente el sector público, son motivados por la necesidad de estabilización. Si bien los agentes económicos privados pueden suavizar los efectos de los shocks idiosincrásicos endeudándose con el sistema financiero local, los gobiernos que lidian con shocks negativos que afectan a toda la economía deben buscar recursos externos, ya sea obteniendo préstamos o repatriando activos como las reservas internacionales o los fondos soberanos. Los sectores públicos responsables de la estabilidad macroeconómica se beneficiarían del acceso a recursos externos cuando la actividad económica agregada se ve amenazada por una caída de la actividad económica o un shock negativo, como la reciente pandemia de COVID-19.⁶ En términos más generales, el deseo de mantener la estabilidad macroeconómica y evitar las crisis han sido las causas clave por las que muchos países han acumulado reservas internacionales desde los años noventa.

El motivo de la estabilización puede justificar el incurrir en pasivos externos o la repatriación de activos externos para contrarrestar un shock negativo y adquirir activos externos, o reducir los pasivos externos, en el caso de un shock positivo en la economía. Sin embargo, el efecto neto en las posiciones externas está destinado a ser en gran parte neutro a menos que haya una larga secuencia de shocks en una sola dirección. Aun así, el motivo de la estabilización no puede explicar por sí solo los grandes *stocks* de activos y pasivos externos brutos que se observan en todos los países.⁷ Hay otras razones estructurales que también inciden.

⁶ Esto supone que las políticas económicas son sostenibles. Si la inestabilidad macroeconómica es provocada por políticas insostenibles, el acceso a recursos adicionales puede sencillamente posponer los problemas y empeorar la situación.

⁷ Además, las obligaciones de deuda líquida y las reservas internacionales son el instrumento típico para obtener recursos para ajustarse a los shocks, pero, como se explica más adelante, las posiciones externas reflejan una actividad considerable entre diferentes categorías de activos y pasivos.

Inversiones. En una región en desarrollo, se espera que la perspectiva de crecimiento económico genere oportunidades de inversiones internas de alto rendimiento. La motivación de invertir generaría la acumulación de pasivos externos para financiar oportunidades de inversión rentables. En efecto, el aumento previsto del ingreso a medida que los países se desarrollan también justificaría acumular pasivos para distribuir el mayor ingreso anticipado a lo largo del tiempo (inclinado hacia el consumo). Estas motivaciones rigen tanto para los agentes privados como para el sector público, que puede desear ampliar la inversión pública y los servicios sin reducir el ingreso interno disponible.⁸ En función de las características de las oportunidades de inversión existentes y del grado de desarrollo de los sistemas financieros locales, el financiamiento de los pasivos externos podría adoptar la forma de financiamiento mediante deuda o acciones, un tema que se aborda más adelante en el capítulo.

Si bien el motivo de las inversiones puede explicar por qué los países acumulan pasivos externos, no justifica los altos niveles de activos externos que se exhiben en el gráfico 2.3. En el país promedio, los activos externos representan cerca de dos terceras partes de los pasivos externos. ¿Por qué los países de América Latina y el Caribe acumularían niveles tan altos de activos externos?

Una primera razón consistiría en que el acceso al ahorro externo —la posibilidad de acumular pasivos externos— puede ser inconstante. Por lo tanto, quizá tenga sentido conservar activos externos que se puedan repatriar si es necesario. Esta justificación regiría particularmente bien en el sector público y es una explicación natural para contar con reservas internacionales como una política de (auto) seguro. Sin embargo, dichas reservas representan menos de una tercera parte de los activos externos en el país promedio de América Latina y el Caribe, lo que sugiere que el sector privado es el principal motor de la acumulación de estos activos.

Otra posible explicación es que, pese a la suposición de que la inversión interna en la región debería arrojar rendimientos más altos, puede que los residentes vean que las oportunidades de inversión en el exterior son mejores que en su país. Por ejemplo, los inversionistas individuales pueden tener oportunidades de inversión con altos rendimientos en el extranjero

⁸ Los economistas han establecido hace tiempo que, en la práctica, la inversión interna se ve limitada por la disponibilidad de ahorro nacional, al contrario de las implicaciones de la integración financiera perfecta (Feldstein y Horioka, 1980). Cavallo, Fernández-Arias y Marzani (2017) muestran que una mejor integración financiera en los países de ahorros bajos debilitaría la limitación del ahorro interno y aumentaría la absorción de ahorros externos, inversiones y consumo.

para ampliar sus empresas locales (por ejemplo, CITGO, en Venezuela, o las “multilatinas” privadas). Sin embargo, los activos de inversión extranjera directa (IED) solo representan, en promedio, cerca del 17% de los activos externos totales.⁹

Otra causa por la cual los inversionistas pueden tener activos externos es que la inestabilidad de su país induzca a la fuga de capitales. El supuesto general de que los países en desarrollo generan oportunidades de inversión con rendimientos más altos puede no ser así en ciertas circunstancias. Concretamente, a los inversionistas les importan los rendimientos ajustados por riesgo y en determinadas circunstancias pueden decidir ahorrar e invertir en el extranjero para eludir la inestabilidad macroeconómica de su país.¹⁰ De hecho, como se muestra más adelante en el capítulo, los activos de la deuda externa, que son el principal instrumento para la fuga de capitales, representan en promedio cerca del 50% del total de los activos externos de la región.

Diversificación. La diversificación del riesgo de cartera ofrece un fuerte argumento para explicar por qué las posiciones externas pueden normalmente incluir activos externos considerables más allá de las reservas internacionales, incluso en países que no están sujetos a presiones de fuga de capitales. Los agentes locales eligen nuevas inversiones financieras dependiendo de su exposición al riesgo y adquieren activos externos cuyo perfil de riesgo puede cubrir los rendimientos de sus activos internos. El objetivo en este caso consiste en crear una cartera diversificada que, debido a la covarianza de riesgos entre sus componentes, pueda presentar un menor riesgo general.

Esta motivación rige para todos los agentes, incluidos los fondos de pensiones y los fondos soberanos. Estos inversionistas institucionales, que han crecido en número y tamaño en la región (medidos por el monto de los activos gestionados), invierten en una diversidad de activos, incluidos acciones y bonos extranjeros. El resultado agregado de esta estrategia de diversificación de riesgos de cartera es el aumento simultáneo de los activos y pasivos externos (que son los activos externos del resto del mundo)

⁹ En Venezuela, cuyo ratio de activos externos/PIB es más del doble que el de cualquier otro país de América Latina y el Caribe, los activos de la inversión extranjera directa (IED) constituyen solo el 5% del total de los activos externos (a fines de 2019, el último año disponible). En Argentina, la otra economía con una posición de acreedor neto, los activos de la IED representan solo el 10% del total de activos externos. Los enormes activos externos como porcentaje del PIB (Venezuela) o en relación con la deuda externa (Argentina) no se explican por la IED en el extranjero.

¹⁰ En Argentina y Venezuela, la IED y las reservas internacionales combinadas representan menos del 24% y el 11% de los activos externos, respectivamente, cifra considerablemente inferior al promedio.

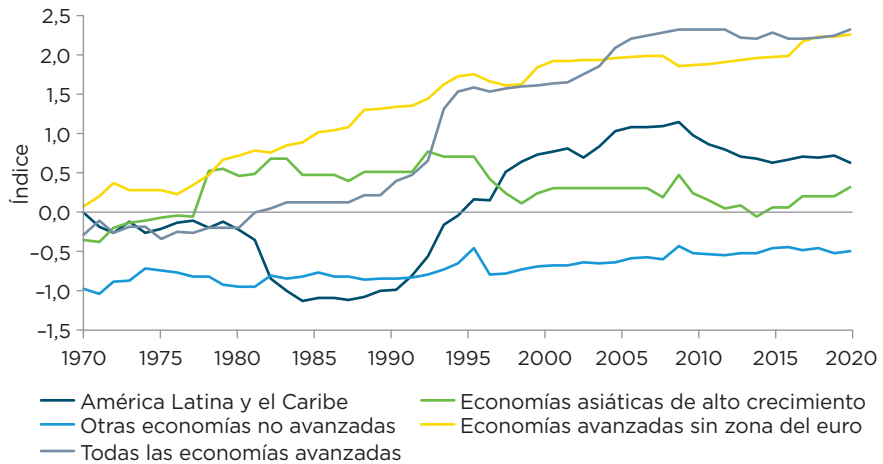
para cualquier posición externa neta. Por lo tanto, el análisis exige tener en cuenta los *stocks* brutos, es decir, ambos lados de la contabilidad del balance externo. Puede que este proceso implique una diversidad de instrumentos financieros de deuda y de capital, dependiendo de lo que mejor se adecue a la diversificación deseada de la cartera.

La integración financiera en ascenso

La tendencia mundial es facilitar las transacciones financieras transfronterizas mediante la liberalización financiera internacional. La reducción de trabas para las transacciones financieras transfronterizas ha facilitado más flujos financieros en ambas direcciones y, por consiguiente, la expansión de las posiciones externas de los países. ¿Cuáles son las implicaciones de esta tendencia para el riesgo de una crisis externa?

El gráfico 2.4 presenta un índice de liberalización financiera que captura el dismantelamiento de las restricciones legales de los flujos de capital, y el gráfico 2.5 ilustra la profundización real de la integración financiera internacional a lo largo del tiempo, definida como la suma de los activos y pasivos externos (como porcentaje del PIB)¹¹ en América Latina y el Caribe

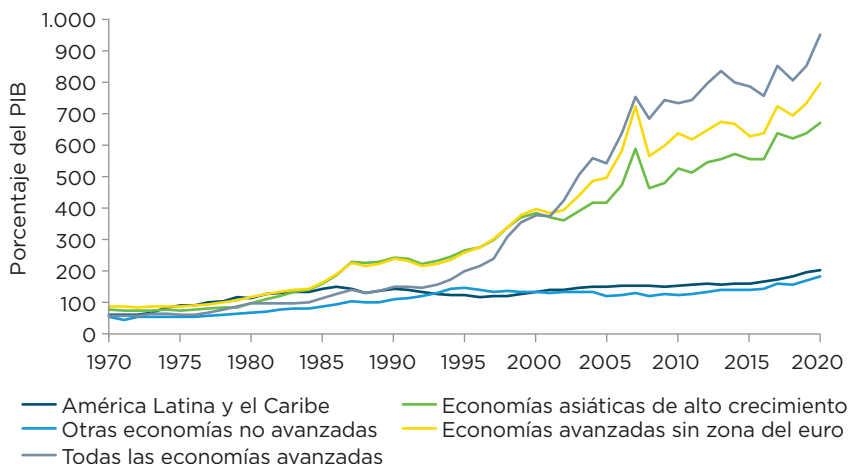
Gráfico 2.4 Índice de liberalización financiera



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Chinn e Ito (2006), actualizados en 2021.

Nota: Promedio simple por país a lo largo del tiempo.

¹¹ Esta medida subestima la integración financiera deseada, porque los países con dificultades financieras se enfrentan a enormes fricciones para incurrir en pasivos que a menudo están sujetos a controles de fuga de capitales.

Gráfico 2.5 Integración financiera

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.

Nota: Por país, el indicador de integración financiera se construye como la suma de pasivos externos y activos externos en relación con el PIB tendencial. El promedio regional es el promedio simple por país a lo largo del tiempo.

y en distintas agrupaciones de países del mundo: i) otras economías no avanzadas, ii) economías asiáticas de alto crecimiento, iii) economías avanzadas excepto la zona del euro, y iv) zona del euro.¹²

El gráfico 2.4 muestra que América Latina y el Caribe es la región que más aumentó la liberalización financiera en los años noventa y la década

¹² Todas las agrupaciones de países que aparecen a lo largo del capítulo están representadas por el país típico del grupo, definido como el promedio simple de todos los países de ese grupo. Las agrupaciones de países fuera de América Latina y el Caribe se mencionan a continuación. Otras economías no avanzadas: Angola, Bangladesh, Benín, Botsuana, Bulgaria, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Camerún, Chad, China, Comoras, Costa de Marfil, Guinea Ecuatorial, Etiopía, Fiji, Filipinas, Gabón, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Hungría, India, Indonesia, Islas Salomón, Kenia, Lesoto, Liberia, Macao, Madagascar, Malasia, Malawi, Maldivas, Mali, Mauritania, Mozambique, Myanmar, Namibia, Nepal, Níger, Nigeria, Pakistán, Papúa Nueva Guinea, Polonia, República Centroafricana, República del Congo, República Democrática del Congo, República Democrática Popular de Laos, Ruanda, Rumania, Samoa, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Seychelles, Sierra Leona, Somalia, Sri Lanka, Suazilandia, Sudáfrica, Sudán, Tailandia, Tanzania, Togo, Tonga, Turquía, Uganda, Vanuatu, Zambia, Zimbabue. Economías asiáticas de alto crecimiento: China, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, República de Corea, Singapur, Sri Lanka, Tailandia. Economías avanzadas, con exclusión de la zona del euro: Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Hong Kong, Islandia, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, República de Corea, Singapur, Suecia, Suiza, Taiwán. Zona del euro: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal.

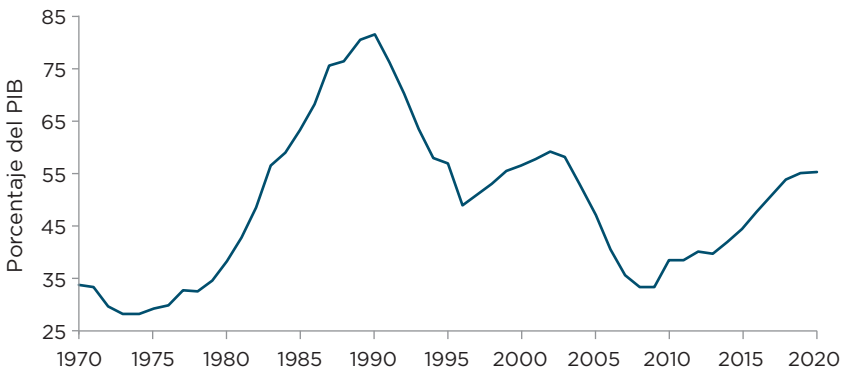
del 2000, aunque la tendencia se detuvo después de la crisis financiera global de 2008-09. Por su parte, el gráfico 2.5 señala que la evolución de la integración financiera real en la región es cualitativamente similar a la de otras economías no avanzadas, pero se ve empequeñecida por la rápida expansión de las economías asiáticas de alto crecimiento y de las economías avanzadas, sobre todo en la zona del euro.¹³ Aun así, las cifras indican que la integración financiera internacional se está profundizando y que la liberalización financiera internacional es una de sus fuerzas motrices.

Cincuenta años de transformación de las posiciones externas

Los cambios en las posiciones externas de los países pueden ser útiles para medir las perspectivas económicas hacia el futuro y servir de base para ver cómo lidiar con los desafíos por venir. El gráfico 2.6 muestra la evolución de la posición externa neta del país promedio de América Latina y el Caribe a lo largo de los últimos 50 años.

A comienzos de los años ochenta, el nivel de pasivos externos netos demostró ser insostenible y, durante la crisis de la deuda de ese decenio, se disparó. Hacia mediados de la década de 1990, la reestructuración eventualmente exitosa de la deuda externa y el ajuste macroeconómico devolvieron los pasivos externos netos a cerca del 50% del PIB. La solución de la crisis abrió la posibilidad de que los países emitieran bonos y

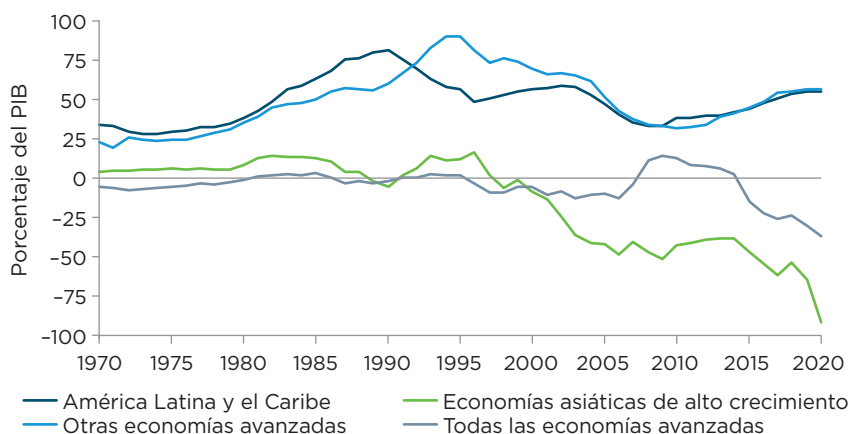
Gráfico 2.6 Pasivos externos netos en América Latina y el Caribe



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.

Nota: Cifras escaladas por PIB tendencial. Promedio simple por país en la región.

¹³ Una mayor integración financiera entre las economías avanzadas se sostiene aun cuando de los grupos de países se excluya a aquellos de la zona del euro, que están naturalmente más integrados.

Gráfico 2.7 Pasivos externos netos por regiones del mundo

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.

Nota: Cifras escaladas por el PIB tendencial. Promedio simple por país para cada región.

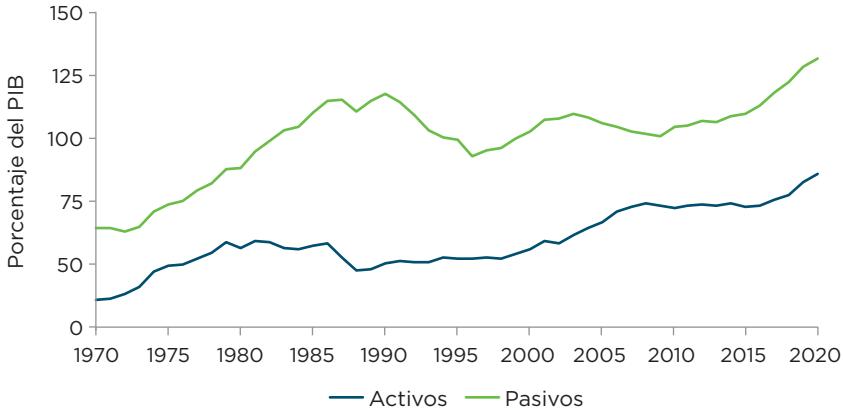
aumentaran los pasivos externos netos, los cuales llegaron al 60% del PIB hacia 2003. Entre 2003 y 2008 los pasivos externos netos disminuyeron considerablemente, en coincidencia con el período de altos precios de las materias primas. Para finales de 2008, el desapalancamiento acabó con el comienzo de la crisis financiera global. Entre 2009 y 2020, los pasivos externos netos aumentaron sostenidamente 20 puntos porcentuales, hasta cerca del 55% del PIB, en promedio.¹⁴ Los cambios acontecidos durante 2020 se abordan en detalle a continuación.

El gráfico 2.7 contrasta el típico país de América Latina y el Caribe con el país promedio en cuatro grupos comparadores. La evolución de los pasivos externos netos en la región es, por lo general, similar a la observada en otras economías no avanzadas. Los niveles de pasivos externos netos y las fases por las que pasaron los países promedio en ambos grupos son similares, incluido el incremento sostenido después de 2008. Los patrones análogos sugieren que los cambios observados en América Latina y el Caribe no reflejan una peculiaridad regional. Aun así, las economías asiáticas de alto crecimiento y las economías avanzadas siguieron un camino marcadamente diferente.¹⁵ En particular, los pasivos externos netos disminuyeron

¹⁴ Si bien el nivel observado en 2020 es comparable al observado antes de la crisis de la deuda de los años ochenta, como se muestra en la sección siguiente, el riesgo de crisis externa no es comparable.

¹⁵ A partir de ahora, todas las economías avanzadas quedan recogidas en una categoría, incluidas las economías de la zona del euro.

Gráfico 2.8 Activos y pasivos externos



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.
 Nota: Cifras escaladas por PIB tendencial. Promedio simple por país en la región.

drásticamente después de la crisis financiera global, lo que significa que han estado financiando al resto del mundo desde entonces; hacia 2020, muestran una posición de inversión neta positiva (es decir, de acreedor neto).

Sin embargo, como ya se señaló, las posiciones externas netas no cuentan toda la historia. Tanto los *stocks* brutos de activos externos como los de pasivos son considerables y, como quedará claro en las próximas páginas, deben seguirse por separado para evaluar los riesgos de balance. El gráfico 2.8 enfoca de cerca la evolución de ambos lados de la posición externa para el país promedio de América Latina y el Caribe, y muestra que el aumento de los pasivos que comenzó a mediados de los años noventa se ha visto acompañado por una suba paralela de los activos.¹⁶ La integración financiera se ha profundizado en la región desde la crisis del decenio de 1980, y se ha acelerado en los últimos años.

La COVID-19 versus otros shocks: las posiciones externas en el centro de la escena

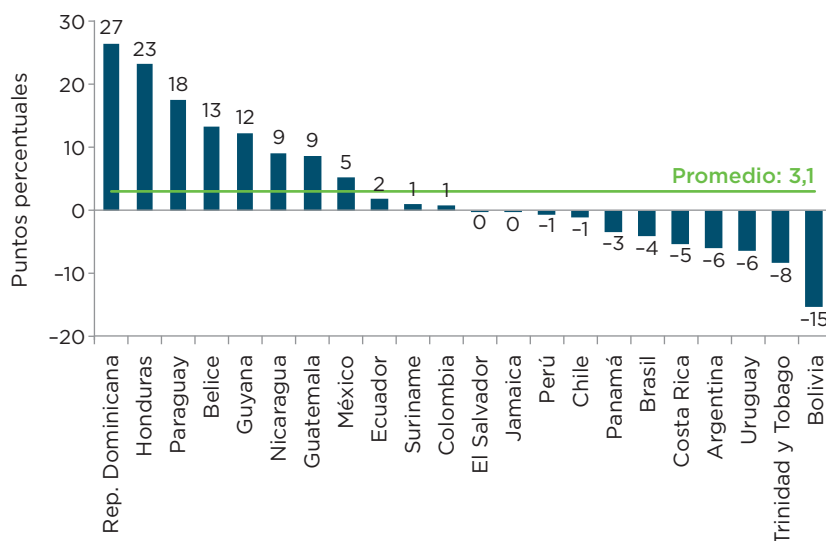
La pandemia fue un shock externo negativo de grandes proporciones que, en cuanto al objetivo de estabilización, los países podrían haber intentado amortiguar mediante un incremento de los pasivos externos netos (aumentando pasivos externos o repatriando activos externos). Como ha

¹⁶ Este es un indicador en la dimensión de cantidad. La convergencia de los rendimientos de las inversiones en el ámbito internacional sería un indicador de la integración financiera en la dimensión de los precios.

sido un shock global, puede que todos los países quisieran lograr este resultado. Sin embargo, algunos países deben fracasar en su esfuerzo para permitir que otros tengan acceso a más recursos externos. Teniendo en cuenta 2020, el único año afectado por la COVID-19 para el cual se dispone de información completa, el gráfico 2.6 sugiere que los pasivos externos netos (escalados por el PIB) se mantuvieron sin cambios en relación con 2019 en el país típico de América Latina y el Caribe. En cambio, los pasivos externos netos de otras economías no avanzadas acusaron, en promedio, una *disminución* (gráfico 2.7), lo que sugiere que sufrieron una mayor desestabilización económica en 2020, ya sea porque redujeron los pasivos externos y/o hayan acumulado activos externos.

Sin embargo, la medida en que los países fueron o no fueron capaces de beneficiarse de los cambios en sus posiciones externas durante 2020 es difícil de calcular por la posición de los pasivos externos netos, ya que este indicador puede verse impulsado por las fuertes caídas del PIB en todo el mundo. Para seguir sondeando la dinámica de los saldos externos durante la COVID en la región, los gráficos 2.9 y 2.10 presentan la tasa de crecimiento subyacente del nivel en dólares de los activos y pasivos externos brutos (sin escalar según el PIB) en 2020 en comparación con

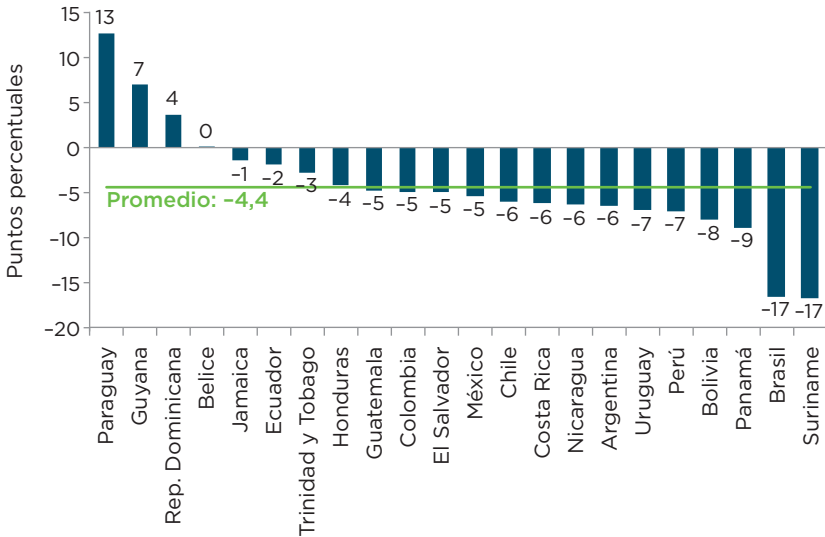
Gráfico 2.9 Diferencia en las tasas de crecimiento anual de los activos externos



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.

Nota: Tasa de crecimiento de los activos externos en 2020 menos la tasa de crecimiento anual promedio de los activos externos entre 2008 y 2019.

Gráfico 2.10 Diferencia en las tasas de crecimiento anual de los pasivos externos



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.
Nota: Tasa de crecimiento de los pasivos externos en 2020 menos la tasa de crecimiento anual promedio de los pasivos externos entre 2008 y 2019.

su tendencia, según lo medido por la tasa de crecimiento anual promedio a lo largo de los últimos 10 años. Una diferencia positiva (negativa) significa que el crecimiento en 2020 fue más rápido (más lento) de lo que fuera anteriormente en tantos puntos porcentuales.

La región está dividida por igual entre países que aceleraron la acumulación de activos externos, entre ellos, los que experimentaron fugas de capitales, y países que la desaceleraron, como aquellos que utilizaron reservas internacionales y repatriaron otros activos externos para compensar el shock negativo de la COVID (véase el gráfico 2.9).

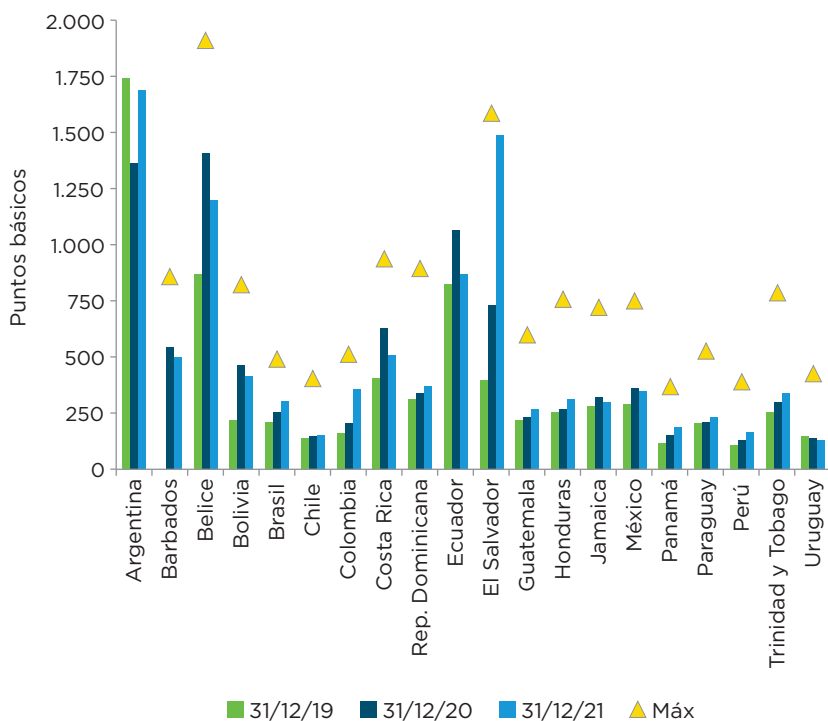
Al mismo tiempo, la acumulación de pasivos se desaceleró en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe en relación con la década anterior en casi 5 puntos porcentuales en promedio (gráfico 2.10), lo cual fue impulsado sobre todo por la IED (desaceleración promedio de 6,3 puntos porcentuales), pero también en el caso de la deuda (desaceleración promedio de 1,9 puntos porcentuales).¹⁷

¹⁷ La acumulación de pasivos de capital de cartera se desaceleró significativamente en 2020 (86 puntos porcentuales, en comparación con el promedio de crecimiento anual de la última década de los pasivos de inversiones de cartera), pero —como se mostrará más adelante— los pasivos de las inversiones de cartera son una pequeña fracción de

Las respuestas de los países en términos de sus posiciones externas fueron altamente sensibles a las condiciones de financiamiento global, que a su vez cambiaron considerablemente durante la pandemia. En el primer trimestre de 2020, la COVID sacudió los mercados financieros internacionales: las primas de riesgo se dispararon, los tipos de cambio se depreciaron, y las acciones y bonos locales sufrieron enormes pérdidas de valoración.

Sin embargo, el shock de financiamiento y los impactos en los flujos netos fueron breves. El gráfico 2.11 ilustra la evolución del diferencial de riesgo soberano del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI)

Gráfico 2.11 Diferenciales de los bonos soberanos (EMBI)



Fuente: Cálculos del equipo del BID con datos de Bloomberg.

Nota: En los casos de Argentina y Ecuador, los valores máximos durante esta ventana se sitúan fuera de la escala (4.362 puntos básicos para Argentina y 6.063 puntos básicos para Ecuador). El máximo en todos los países se produjo entre finales de marzo y abril de 2020, excepto en El Salvador, donde el máximo se produjo durante 2021. El gráfico excluye a Venezuela, cuyos diferenciales implícitos en los bonos impagos distorsionan la escala.

las posiciones externas de América Latina y el Caribe; por lo tanto, su contribución a la variación total de pasivos es limitada. En los pocos países donde los pasivos de inversiones de capital constituyen un porcentaje significativo del total de pasivos, la desaceleración también fue grande: Brasil (29 puntos porcentuales), Chile (27 puntos porcentuales), México (7 puntos porcentuales) y Perú (24 puntos porcentuales).

de todas las economías de América Latina y el Caribe, desde fines de 2019 hasta finales de 2020, así como también al término de 2021. El gráfico también recoge los diferenciales EMBI más altos en el período intermedio, que se dispararon en la primera parte del shock. En la segunda mitad de 2020, los diferenciales EMBI volvieron en general a los niveles anteriores a la crisis de fines de 2019, lo que sugiere que el acceso al mercado se restableció (y se mantuvo razonablemente estable en 2021).

Las condiciones favorables permitieron el acceso a financiamiento externo para aquellos países que querían tenerlo. La emisión de bonos de deuda externa en el primer semestre de 2020 fue mucho mayor que en el mismo período de 2019.¹⁸ Además, prácticamente todos los países de América Latina y el Caribe se beneficiaron del financiamiento de emergencia de las instituciones multilaterales de crédito. El sector público utilizó financiamiento externo para sostener el gasto público y financiar los paquetes de estímulo relacionados con la COVID-19. Aun así, el ritmo general de acumulación de pasivos externos cayó, como se muestra en el gráfico 2.10, ponderado a la baja por la menor demanda del sector privado, que se mantuvo moderada y —por lo tanto— tuvo un impacto negativo en la acumulación de deuda externa, así como especialmente en la IED, debido a la alta incertidumbre a propósito del impacto de la COVID-19 en la economía real.¹⁹

Lo fundamental es que las posiciones externas de los países no resultaron ser un factor de vulnerabilidad durante el shock de la COVID-19. Esto establece un contraste con shocks anteriores que desataron episodios de crisis, particularmente en los años ochenta y noventa, cuando las posiciones externas débiles de los países contribuyeron a la gravedad de las crisis.²⁰

Cambios en la composición: la creación de una mejor posición externa

Para las diferentes motivaciones relacionadas con las inversiones internacionales, se requieren distintos tipos de instrumentos financieros que permitan igualar los perfiles de riesgo/rendimiento de oportunidades de inversión y de inversionistas en el mercado. Por ejemplo, los inversionistas con experiencia pueden preferir las inversiones directas, mientras que otros

¹⁸ Véase Cavallo y Powell (2021).

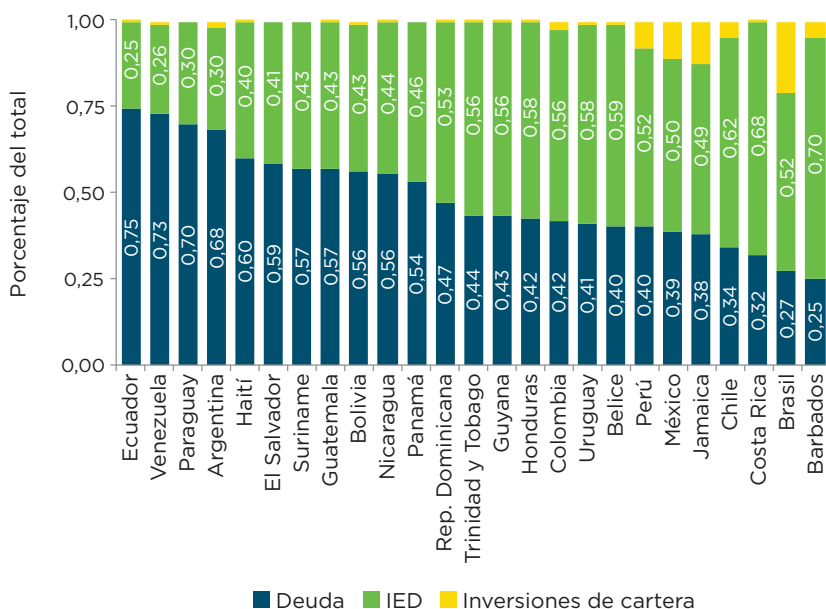
¹⁹ La evolución de los diferenciales de riesgo corporativo, medidos por el Índice de Bonos Corporativos de Mercados Emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés), fue paralela a la evolución de los diferenciales de riesgo soberano. Por lo tanto, la falta de acceso al financiamiento no fue el principal impulsor de la baja inversión externa en el sector privado. Esto concuerda con la evidencia de las grandes empresas que se encuentra en Cavallo y Powell (2021).

²⁰ Véase Cavallo et al. (2022) para un análisis del impacto de la COVID en los flujos de capital hacia América Latina y el Caribe.

optarán por las inversiones de cartera en instrumentos de capital o deuda, dependiendo de los diferenciales disponibles de riesgo/rendimiento y de su tolerancia al riesgo. La evaluación de los riesgos de país requiere distinguir los tipos de instrumentos financieros en la posición externa del país. Las tendencias de riesgo no pueden entenderse sin reconocer los cambios de cartera agregados de los instrumentos financieros con diferentes perfiles de riesgo. Los paneles A y B del gráfico 2.12 muestran la composición de las posiciones externas en 2020 por instrumento financiero. Los pasivos externos se clasifican como deuda (D_L), inversiones de cartera (PE_L) e inversiones directas de capital (FDI_L). Los activos externos se clasifican como deuda (D_A), con exclusión de las reservas internacionales; inversiones de cartera (PE_A); inversiones directas de capital (FDI_A), y reservas internacionales (RES).²¹ Para facilitar la comparabilidad, la composición se expresa en términos de porcentajes del total de pasivos y activos externos.

Gráfico 2.12 Composición de los pasivos y activos externos, 2020

A. Pasivos externos

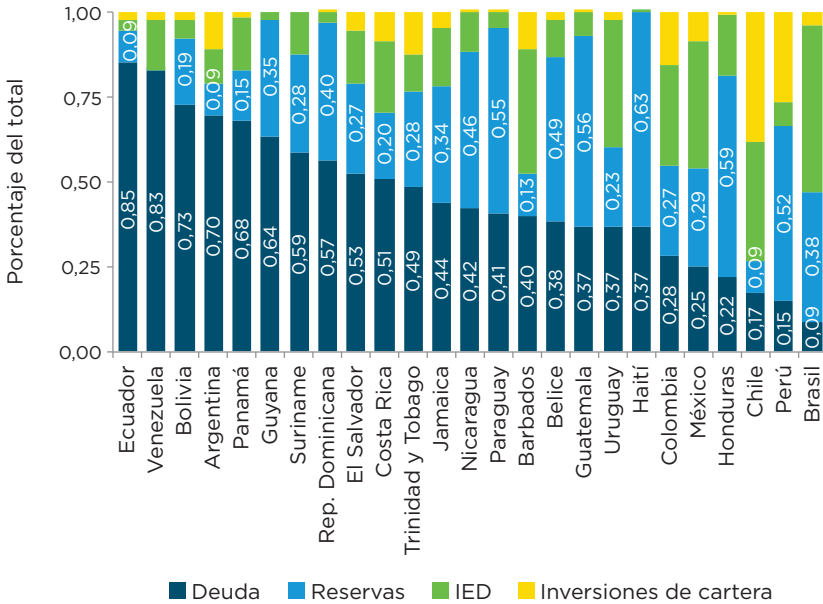


(continúa en la página siguiente)

²¹ Esto sigue las directrices de las normas de contabilidad de la balanza de pagos. Las estimaciones provienen de Lane y Milesi-Ferretti (2018), que proporcionan un panel mundial consistente de posiciones externas de países en dólares de Estados Unidos por instrumento financiero. Los supuestos, por ejemplo, en relación con la valoración de la IED, pueden generar errores de medición.

Gráfico 2.12 Composición de los pasivos y activos externos, 2020 (cont.)

B. Activos externos



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.
 Nota: Los datos de Venezuela, Haití y Barbados corresponden a 2019. IED: inversión extranjera directa.

Un dato fundamental que aparece en el panel A del gráfico 2.12 es que la deuda no es predominante entre los pasivos externos en la mayoría de las economías de América Latina y el Caribe; las obligaciones de deuda y los pasivos de capital están aproximadamente divididos por igual en el total. Las excepciones son Argentina, Ecuador, Haití, Paraguay y Venezuela, donde la deuda supera el 60% del total de los pasivos externos. Los pasivos de capital adoptan abrumadoramente la forma de IED; solo en Brasil las inversiones de cartera representan más del 20% del total de pasivos externos.

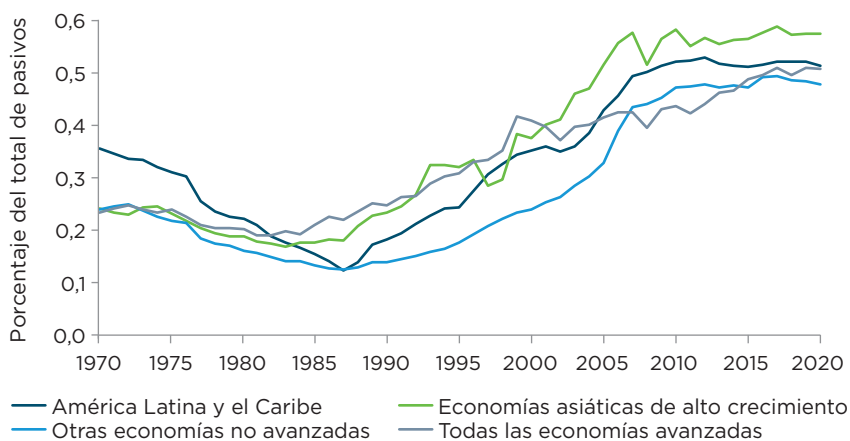
Por el lado de los activos externos (panel B del gráfico 2.12), los instrumentos de deuda tienden a predominar por sobre las emisiones de instrumentos de capital en la mayoría de los países, con algunas excepciones. En varios países, las reservas internacionales representan cerca de la mitad de los activos totales. En general, los activos externos están diversificados entre instrumentos de deuda, reservas internacionales e IED, con porcentajes que varían según los países. Las inversiones de cartera son menos comunes en todos los casos, con la excepción de Chile y, en menor medida, Perú.

A lo largo del tiempo, la composición de las posiciones externas ha ido cambiando a favor del capital (sobre todo IED). Los gráficos 2.13 y 2.14 presentan la evolución del porcentaje de instrumentos de capital (sumando la IED y la cartera) en ambos lados de la contabilidad de América Latina y el Caribe y en los grupos comparadores.

A lo largo del decenio de 1980, el porcentaje de instrumentos de capital en los pasivos externos (gráfico 2.13) disminuyó en todas partes, especialmente en América Latina y el Caribe, que intentaba salir de la crisis de la deuda. Luego, en los años noventa, la proporción de los instrumentos de capital en los pasivos externos comenzó a aumentar y, dependiendo del grupo de pertenencia de cada país, se estabilizó entre el 40% y el 60% cuando en 2008 sobrevino la crisis financiera global; solo en las economías avanzadas la proporción de los instrumentos de capital siguió subiendo incluso después de dicha crisis. Por el lado de los activos (gráfico 2.14), la participación de instrumentos de capital ha crecido poco entre los grupos de países, mientras que los niveles han sido consistentemente mayores en las economías avanzadas.

Otra tendencia destacada es el aumento de las reservas internacionales en todos los grupos de países hasta su nivelación después de la crisis financiera global (véase el gráfico 2.15). Hacia finales de 2020, el país promedio de América Latina y el Caribe tenía *stocks* de reservas de cerca del 17% del PIB, cifra comparable a la de los otros grupos de países, con la excepción de las economías asiáticas de alto crecimiento, que exhibían un nivel de más del doble de elevado.

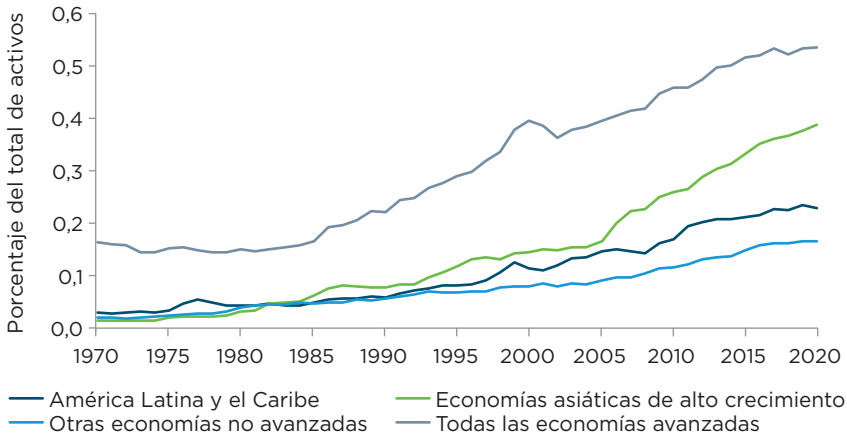
Gráfico 2.13 Evolución de los pasivos externos de capital por región



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.

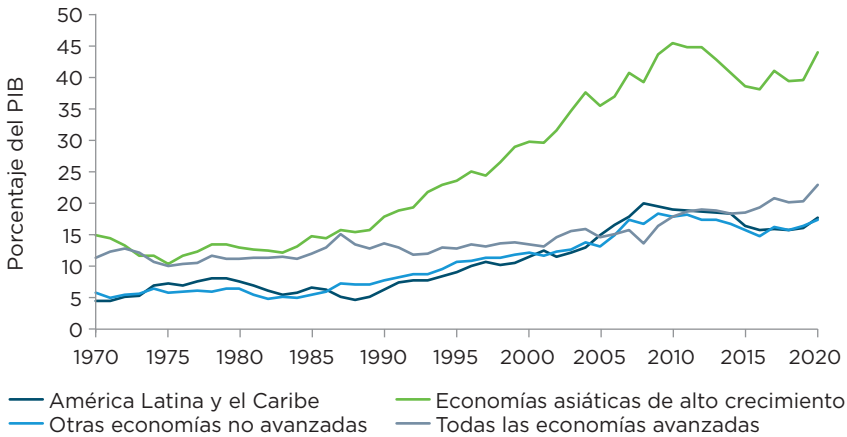
Nota: Cifras escaladas por PIB tendencial. Promedio simple por países en cada región.

Gráfico 2.14 Evolución de los activos externos de capital por región



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.
 Nota: Cifras escaladas por PIB tendencial. Promedio simple por países en cada región.

Gráfico 2.15 Evolución de las reservas internacionales por región



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.
 Nota: Cifras escaladas por PIB tendencial. Promedio simple por países en cada región.

Resulta interesante señalar que en 2020 las reservas internacionales *subieron* cuando se las mide como porcentaje del PIB (tendencial) en todos los grupos de países. En el país promedio de América Latina y el Caribe, las reservas aumentaron en 1,6 puntos porcentuales del PIB. Aunque una parte del incremento se debió a la disminución del PIB durante 2020, la acumulación de reservas internacionales creció en un 3,8% en términos de dólares en el país típico de América Latina y el

Caribe.²² Como se verá en la próxima sección, la acumulación de reservas fortaleció las posiciones externas de los países ante la incertidumbre y reforzó la tendencia positiva hacia balances más seguros.

Reducción del riesgo

Las políticas de liberalización financiera que ayudan a los países a expandir sus posiciones externas pueden dar frutos en términos de los objetivos de estabilización, aumento de la inversión y diversificación de cartera. Sin embargo, esa no es más que la mitad de la historia, la parte del vaso medio lleno. En circunstancias normales, cuando las cosas van mal, el riesgo de onerosas crisis puede exigir políticas prudentiales de gestión de la posición externa.

Los países incurren en pasivos externos para cubrir necesidades de financiamiento, lo que incluye cumplir con las obligaciones del pago de la deuda externa. Cuando se pierde el acceso al financiamiento externo, todo el sistema se detiene bruscamente, al menos una vez que los activos externos disponibles, como las reservas internacionales, se utilizan para cerrar la brecha. Estas crisis externas son costosas y difíciles de terminar.

La pregunta clave en relación con los elementos que generan el riesgo de crisis es: ¿por qué, en primer lugar, se perdería el acceso al financiamiento externo? Al igual que en el mundo corporativo, a nivel país la percepción por parte de los acreedores de dificultades para repagar la deuda puede causar reticencia a continuar financiando deuda. En el caso de un país, el hecho de no pagar la deuda externa puede no estar relacionado a la capacidad de pago. Cumplir con los pagos de la deuda es más difícil cuando los pasivos externos son altos y los *stocks* de activos externos para aliviar esos esfuerzos son bajos. Al mismo tiempo, los costos asociados con la falta de cumplimiento, como el daño a la reputación de buen prestatario, la incautación de activos externos o los impedimentos al comercio internacional, pueden disuadir a los países de incumplir los pagos al exterior. Para un país, la insolvencia significa que un impago es la alternativa menos costosa. A un gobierno que evalúa la situación le preocupan las implicaciones fiscales de su decisión y tiene un control directo de sus propios activos y pasivos externos (la llamada posición externa pública), pero también es

²² Las reservas totales aumentaron hasta US\$34.200 millones en 2020, en comparación con US\$32.900 millones en 2019. Las reservas totales como porcentaje de los pasivos totales subieron hasta el 16,7% en 2020, en contraste con un 15,9% en 2019. La dinámica de la crisis en el ahorro y la inversión agregada que llevaron a la acumulación de reservas se abordan en Powell (2021) y Cavallo y Powell (2021).

de suponerse que le inquietan implicaciones más amplias en términos del bienestar y que tiene herramientas de políticas para impedir y bloquear el cumplimiento del sector privado con obligaciones externas si lo estima adecuado; por ejemplo, con controles de capital. Por consiguiente, este capítulo analiza la posición externa general de un país, incluida su parte privada.

Las consideraciones de liquidez también pueden ser importantes, o incluso decisivas, para el riesgo de crisis. Un país incapaz de afrontar una interrupción temporal del financiamiento externo sin volverse insolvente provocaría preocupación entre los inversionistas extranjeros, incluso aunque sea capaz y esté dispuesto a cumplir bajo las circunstancias normales con los pagos acordados. Los países con un considerable *stock* de pasivos externos sujeto a problemas de liquidez, como la deuda cuyas amortizaciones pueden cambiar en el corto plazo, sufrirían enormemente en el caso de un shock de liquidez al producirse un repentino frenazo en el financiamiento externo, o un contagio financiero, y serían más propensos a la crisis. Por lo mismo, los países con activos externos que se pueden utilizar fácilmente para proporcionar la liquidez necesaria serían menos vulnerables a los shocks de liquidez.

Ya sea impulsado por problemas de solvencia o por consideraciones de liquidez, el riesgo de crisis depende de varios factores. Esta sección se centra en riesgos y mitigantes de riesgos asociados con las posiciones externas de un país (*stocks* brutos), desglosados por tipo de instrumento financiero.²³ Para ello, se utiliza un modelo econométrico de la probabilidad de que un país caiga en una crisis externa tres años después, como lo explican los componentes de la posición externa, controlando por los factores globales prevalecientes en ese momento, los desequilibrios macroeconómicos del país (alto déficit fiscal y en cuenta corriente, así como una desalineación del tipo de cambio) y si se trata de una de las economías avanzadas, las cuales parecen ser sistemáticamente menos vulnerables.²⁴

²³ El modelo no tiene en cuenta la desagregación mayor en relación con los atributos de liquidez, como la madurez o la propiedad privada/pública (posiciones externas privadas y públicas), que son características potencialmente relevantes, para conservar el poder de las inferencias estadísticas que se pueden hacer a partir de la experiencia de la crisis mundial.

²⁴ Este enfoque se relaciona con el análisis de sostenibilidad de la cuenta corriente tradicional, que evalúa el crecimiento de los pasivos externos netos a fin de determinar si eventualmente deberá hacerse un ajuste de políticas para evitar su crecimiento explosivo y una crisis. Sin embargo, en este caso hay un escenario de umbral en el que podría desencadenarse una crisis externa, independientemente de la dinámica proyectada de la cuenta corriente y su sostenibilidad. Este enfoque arrojaría luz sobre el espacio para realizar ajustes cuando la cuenta corriente es insostenible. La

Este ejercicio empírico se basa en Cavallo, Fernández-Arias y Rinaldi (2022), donde se presenta una estimación de panel utilizando 62 países para obtener el indicador de riesgo de la posición externa (BSRI, por sus siglas en inglés) que se expone a continuación.

<i>BSRI</i> =	0,68 (<i>FDI_L</i>)	+0,95 (<i>PE_L</i>)	+1,11 (<i>D_L</i>)
	-5,08 (<i>FDI_A</i>)	-2,00 (<i>PE_A</i>)	+0,14 (<i>D_A</i>)
	-4,27 (<i>RES</i>)		

Las ponderaciones asociadas con cada componente reflejan el efecto de riesgo relativo estimado basado en un aumento marginal en el instrumento correspondiente, ya sea de activos o pasivos externos (manteniendo las variables de control fijas).

La primera fila contiene el componente de los pasivos; la segunda, el de los activos (excluidas las reservas), y la tercera, el de las reservas internacionales. El BSRI es cero cuando el efecto de riesgo neto de la posición externa es nulo, como en el caso de autarquía financiera. Los cambios en la posición externa que dejan sin modificaciones el BSRI son neutros para el riesgo de crisis.

Un aumento de cualquier tipo de pasivo externo eleva el indicador de riesgos de crisis, y un incremento de cualquier tipo de activo externo reduce dicho indicador (con la excepción de los activos de la deuda, cuyo coeficiente estimado es cercano a cero y no es estadísticamente significativo), aunque en diferentes magnitudes y según las estimaciones puntuales correspondientes. En términos de efectos relativos, hay dos observaciones: i) la composición de activos y pasivos es importante porque el riesgo es diferente según el instrumento financiero, especialmente en el lado de los activos; y ii) las posiciones brutas son fundamentales para evaluar el riesgo, ya que la posición externa neta no es suficiente para indicar la vulnerabilidad al riesgo.

Por el lado de los pasivos, las estimaciones puntuales sugieren que la deuda es el instrumento más riesgoso, cerca de dos veces más que la IED.²⁵ Sin embargo, cabe señalar que esta última también es riesgosa, lo que desafía la idea de que solo la deuda es relevante para el riesgo de crisis. Esta evidencia sugiere que la IED es más líquida de lo que parece

probabilidad de llegar a este umbral depende del conjunto de la cartera del balance, no de su posición neta.

²⁵ Sin embargo, la evidencia de efectos diferenciales entre las estimaciones del coeficiente es estadísticamente débil (véase Cavallo, Fernández-Arias y Rinaldi, 2022).

y puede ser fácilmente desinvertida (un aspecto que Fernández-Arias y Hausmann [2001] fueron los primeros en señalar), y/o que el riesgo de expropiación de la IED es comparable al riesgo de la reestructuración de la deuda. Lo esencial es que el cambio en la composición de obligaciones de deuda (más riesgosa) a instrumentos de capital como la IED (menos riesgosos) contribuiría a reducir el riesgo de la posición externa, pero no lo eliminaría, ya que los instrumentos de capital también conllevan riesgo.

Por el lado de los activos, la IED es un mitigante de riesgo muy efectivo, a diferencia del nulo poder de mitigación de la deuda. Esta evidencia es congruente con la idea de que los posibles impedimentos o represalias contra los activos de la IED de un país en el exterior pueden actuar como disuasivos ante la idea de no honrar las obligaciones del país. En términos más generales, la importante protección otorgada por la IED sugiere que la menor aversión al riesgo de los inversionistas en instrumentos de capital en relación con los inversionistas de la deuda puede hacerlos más propensos a repatriar activos cuando la economía local vive una situación de estrés financiero.

Por último, las reservas internacionales parecen ser muy efectivas para mitigar riesgos. Aún más: los resultados sugieren que endeudarse para aumentar las reservas tiene un efecto mitigante del riesgo neto en promedio. Según estimaciones basadas en un panel global, pedir prestado un dólar para acumular reservas compensaría el riesgo generado por casi otros tres dólares de deuda $\left(= \frac{-4,27}{1,11} - 1 \right)$. La evidencia de los poderosos efectos de mitigación del riesgo sugiere que se espera que las reservas internacionales sean efectivas para impedir las crisis de liquidez o constituyan una herramienta clave para ganar tiempo con el fin de fortalecer las vulnerabilidades subyacentes (véase el recuadro 2.1). Aun así, endeudarse para aumentar las reservas internacionales no sale gratis, sobre todo en países que pagan altos costos por los préstamos, como se refleja en los diferenciales EMBI. Además, la acumulación de reservas internacionales financiada por el aumento de los ahorros nacionales, en lugar de los empréstitos externos, tiene una ventaja nada ambigua en términos de las implicaciones para el riesgo país, porque proporciona los mismos beneficios de mitigación del riesgo sin los costos de niveles de deuda más altos.²⁶ De la misma manera, las líneas de crédito contingentes, como la Línea de Crédito Flexible del Fondo Monetario Internacional (FMI), son mecanismos alternativos mediante los cuales un país puede tener acceso a las reservas internacionales cuando más lo necesite, sin incurrir en el costo de endeudarse para contar con ellas de forma permanente.

²⁶ Véase Cavallo y Serebrisky (2016) para un análisis del tema.

Recuadro 2.1 El valor de seguro de las reservas internacionales

La evidencia empírica apunta hacia un fuerte efecto de mitigación del riesgo por parte de las reservas internacionales que se adquieren a través del endeudamiento externo (o *reservas prestadas*), que no se puede explicar mediante la literatura tradicional basada en la posición externa neta de un país; cuando los países se endeudan para comprar reservas internacionales, los pasivos externos netos se mantienen inalterados. Para explicar esta evidencia, las reservas internacionales prestadas tienen que ser concebidas como un seguro, lo cual significa pensar cómo ayudan a reorientar los recursos entre diferentes estados futuros. Por ejemplo, en el caso del seguro del hogar, desde la perspectiva del asegurado, el seguro transfiere recursos de aquellos Estados del mundo donde no hay incendios en los hogares (la prima) a aquellos donde sí los hay (los pagos). En el caso de las reservas prestadas, estas proporcionan un seguro al país de muchas maneras, pero la clave es el seguro contra el riesgo de liquidez.

Reservas prestadas como seguro contra estados de impago

En tiempos normales, cuando los países no caen en impagos, el costo de endeudarse para tener reservas es proporcional a la diferencia entre las tasas de rendimiento de los activos y los pasivos. Como las reservas internacionales se invierten en su mayor parte en letras y bonos del Tesoro de Estados Unidos, que son altamente seguros y líquidos, el diferencial de los bonos soberanos es una buena medida del costo de tener reservas, parecido a una prima en un seguro común. En tiempos de impago, la deuda es (parcialmente) borrada del mapa. Las reservas, por otro lado, son protegidas por la inmunidad soberana y no pueden ser incautadas en caso de impago. Por lo tanto, las reservas prestadas proporcionan recursos inesperados en los estados de impago. Desde una perspectiva de seguros, las reservas prestadas brindan recursos en tiempos de impago, que normalmente están asociados con caídas del producto interno bruto (PIB). El costo de este seguro es el diferencial de los bonos soberanos, que le otorga al seguro un precio justo, ya que el diferencial de bonos compensa a los prestamistas por una potencial pérdida por impago.

Sin embargo, para una posición externa neta dada, un país con mucha deuda y reservas debería tener *más, no menos*, probabilidades de caer en impago que un país sin reservas y menos deuda. Esto se debe a que las reservas no pueden ser incautadas por los acreedores. Como el impago es una opción estratégica del soberano, da lugar a riesgo moral. Los países no pueden comprometerse creíblemente a no caer en impago durante las crisis y acabarían dejando de pagar más a menudo de lo que es óptimo, de modo que terminarían con diferenciales de bonos *más altos*. Por lo tanto, los soberanos *evitan* ese tipo de seguro (Hernández, 2018). Estas implicaciones no coinciden con la evidencia, que revela que hay en juego mecanismos compensatorios más poderosos.

(continúa en la página siguiente)

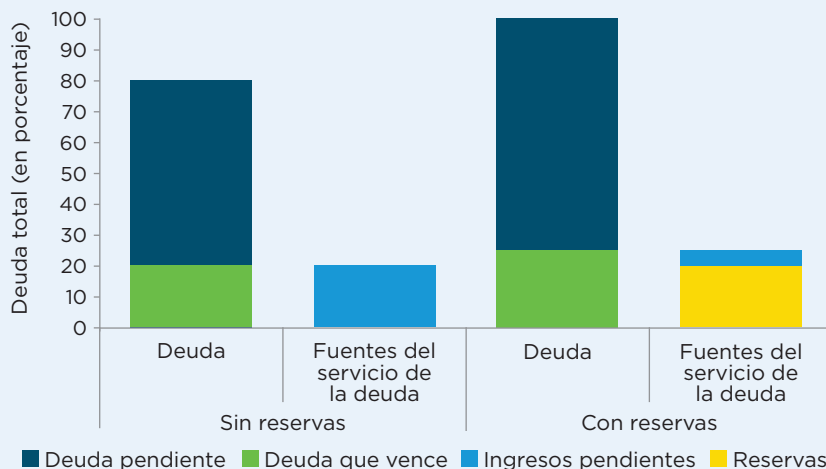
Reservas prestadas como seguro contra el riesgo de liquidez

El evitar las reservas prestadas como seguro en los estados de impago debido al riesgo moral que acarrear puede revertirse teniendo en cuenta su valor de seguro contra el riesgo de mercado en los estados de repago. Las reservas prestadas permiten al soberano fijar los precios o las tasas de interés de las emisiones futuras de deuda pidiendo prestado por adelantado e invirtiendo temporalmente los ingresos en reservas internacionales. Bianchi, Hatchondo y Martínez (2018) propusieron este mecanismo de seguro alternativo y mostraron numéricamente que es suficiente para contrarrestar la restricción impuesta por el aumento del riesgo moral en los estados de impago; en tal sentido, este mecanismo contribuye a explicar la existencia de reservas prestadas. Sin embargo, si bien la teoría provee un mecanismo para explicar por qué un país encontraría óptimo, desde una perspectiva de los seguros, tener reservas prestadas, el marco planteado no explica por qué los países con reservas prestadas obtienen diferenciales de bonos soberanos más bajos y son menos propensos a las crisis de deuda. La explicación se encuentra en el seguro contra el riesgo de liquidez.

Un emisor soberano se expone al riesgo de liquidez cuando, aun siendo solvente, no puede encontrar compradores para la deuda recién emitida. Esto suele ocurrir cuando los montos adeudados son grandes. La falta de compradores obliga al gobierno a no pagar sus obligaciones (siendo incapaz de ajustarse a la restricción de crédito), y valida la decisión de los inversionistas de no prestar. Si los inversionistas hubieran decidido comprar deuda recién emitida, el gobierno podría haber cumplido sus obligaciones presentes y futuras, ya que era solvente bajo condiciones de financiamiento normales; eso habría validado las decisiones de los inversionistas para con la nueva deuda.

En la literatura, el escenario anterior se denomina crisis de la renegociación (*roll-over crisis*). Puede surgir como el mal equilibrio de dos equilibrios posibles: los inversionistas compran nueva deuda y los gobiernos pagan, o los inversionistas no compran nueva deuda y el gobierno no paga. Estos múltiples equilibrios dejan al gobierno expuesto a shocks de liquidez debido al sentimiento de los inversionistas: si creen que el gobierno no pagará, deciden no prestar y, como una profecía autocumplida, el gobierno posteriormente cae en impago. Hernández (2018) sostiene que las reservas prestadas constituyen un seguro contra las crisis de liquidez. Lo son porque, por empezar, impiden la multiplicidad de equilibrios que hace factible que una crisis de la renegociación ocurra. El mecanismo clave es que las reservas prestadas aumentan los incentivos del soberano para pagar aun cuando los inversionistas decidan no refinanciar la deuda durante un período, con lo cual disminuye el riesgo de crisis. A menudo, el frenazo de los nuevos préstamos no se produce debido a un mal equilibrio de mercado que se origina en el país receptor sino por interrupciones en la oferta global de fondos que llevan al frenazo repentino para muchos países al mismo tiempo. En este caso, las reservas prestadas pueden ser efectivas para financiar el servicio de la deuda mientras perdura la restricción de crédito externo, reduciendo aún más el riesgo de crisis.

(continúa en la página siguiente)

Gráfico 2.1.1 Fuentes del pago de la deuda con y sin reservas

Fuente: Cálculos del equipo del BID.

Para arrojar luz sobre el mecanismo, imagínesse un gobierno que debe 80 y no tiene reservas, versus otro gobierno que debe 100 y tiene 20 en reservas. Su posición neta es la misma: -80. Y en el caso de que se deba pagar toda la deuda su situación es equivalente: sin nuevos préstamos, tiene que encontrar 80 para pagarla. Sin embargo, la situación cambia cuando se debe pagar solo una fracción de la deuda, como sucede con la deuda a largo plazo. Supóngase que solo se debe pagar una cuarta parte de la deuda en el período presente en ambos escenarios (véase el gráfico 2.1.1). En el caso de no tener acceso a un préstamo, el primer gobierno tendría que encontrar $0,25 \times 80 - 0 = 20$ en recursos para pagar la deuda, mientras que el otro gobierno sólo necesitaría $0,25 \times 100 - 20 = 5$ en recursos para pagar la deuda, ya que el resto está cubierto con reservas. Por lo tanto, las reservas hacen que el pago de la deuda sea más fácil para el gobierno cuando pedir prestado no es viable.

Nótese que, si el gobierno no puede ni siquiera lograr un superávit primario de 5, seguirá sin pagar, lo cual es muy probable en el caso de un gobierno insolvente o casi insolvente. Sin embargo, en casos intermedios, cuando ambos gobiernos pueden lograr balances primarios de 5 pero no de 20, las reservas prestadas marcan una diferencia. Desde luego, si el escenario de falta de crédito externo persistiera después de que las reservas se agotan, dejarían de marcar una diferencia. Por lo tanto, las reservas internacionales se pueden utilizar en aquellos estados donde los inversionistas son reacios a prestar, proporcionando alguna seguridad al soberano contra las crisis de liquidez.

El mecanismo que discute Hernández (2018) sugiere que los inversionistas entienden que el soberano con reservas prestadas pagará, con o sin nuevos préstamos, de modo que cada uno de ellos individualmente decide prestar

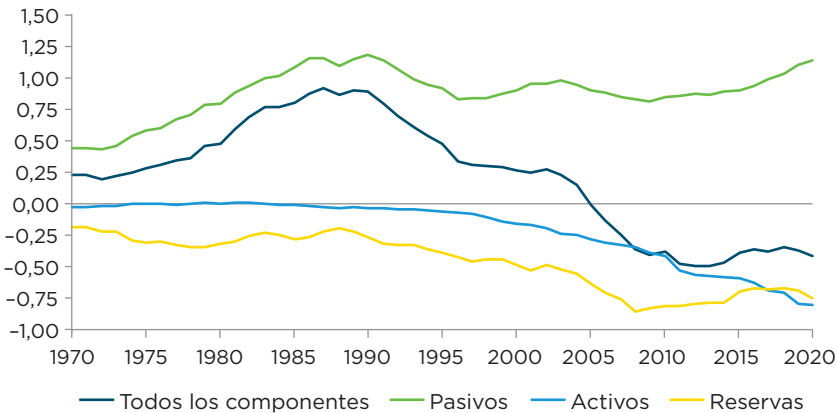
(continúa en la página siguiente)

(independientemente de lo que los otros decidan hacer). Eso impide el negarse a prestar en masa que genera el equilibrio de impago; por lo que una restricción de crédito externo en el período cubierto por reservas deja de ser un equilibrio. De hecho, en equilibrio, las reservas no necesitarían ser usadas activamente para pagar la deuda porque su existencia alivia las preocupaciones de los inversionistas. Además, puede que las reservas contrarresten los frenazos generalizados de los préstamos provocados por fallas financieras sistémicas temporales, garantizando el acceso continuo al mercado para el soberano. En cambio, un gobierno sin reservas depende en gran medida de su capacidad para emitir deuda nueva para cubrir los 20 que debe, y permanece expuesto a malos equilibrios y fallas que generan crisis de liquidez.

Por lo tanto, las reservas prestadas reducen la vulnerabilidad de las crisis y, por consiguiente, el riesgo soberano, en consonancia con la evidencia presentada en el capítulo 6. Hernández (2018) proporciona más detalles sobre cómo este mecanismo prevalece por sobre el obstáculo de riesgo moral asociado a las reservas prestadas.

El indicador de riesgo de la posición externa (BSRI, por sus siglas en inglés) realiza un buen seguimiento de la experiencia de crisis en la región (véase el gráfico 2.16). Al comenzar la crisis de la deuda y durante los años

Gráfico 2.16 Indicador de riesgo de la posición externa por componente (promedio regional)



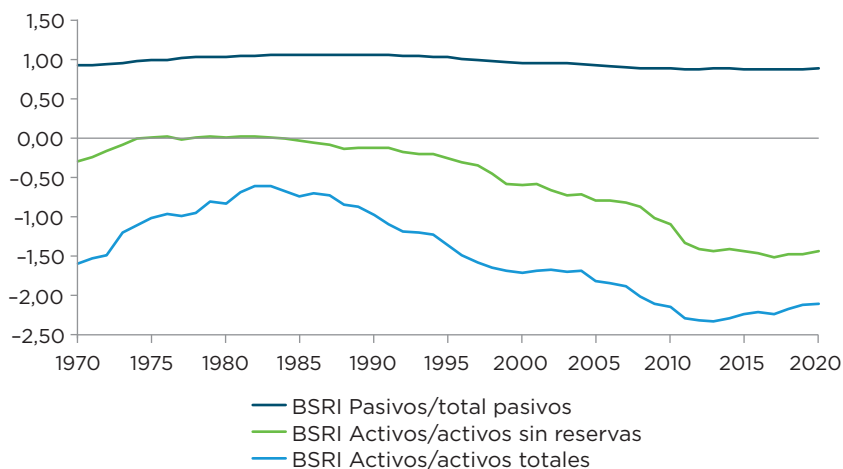
Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Cavallo, Fernández-Arias y Rinaldi (2022) y Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.

Nota: El indicador de riesgo de posición externa (BSRI, por sus siglas en inglés) se calcula por país/año multiplicando las estimaciones del coeficiente de una regresión de una medida de crisis (lado izquierdo) y los regresores, incluidos los diferentes componentes de la posición externa (lado derecho). Las ponderaciones asociadas con cada componente en el índice reflejan el efecto de riesgo relativo estimado implicado por un aumento marginal en el tipo de activo o pasivo correspondiente, manteniendo fijas las variables de control.

ochenta, el BSRI se deterioró de manera sostenida, y luego de solucionarse la crisis de la deuda se recuperó con fuerza. Este indicador de riesgos dejó de disminuir y se mantuvo estable después de la crisis financiera global en 2008. Es interesante señalar que la mejora no se debe al componente de los pasivos: el riesgo asociado con los pasivos es tan alto como lo fue en los años ochenta. En cambio, la mejora es atribuible a un aumento del poder de mitigación de riesgos de los activos, tanto de las reservas internacionales como de otros activos en magnitudes similares.²⁷

La evolución del BSRI en América Latina y el Caribe se explica por la combinación de cambios en los niveles y la composición de los activos y pasivos externos. El gráfico 2.17 muestra las implicaciones de riesgo de los cambios en la composición de los pasivos y activos al observar la evolución del indicador de riesgo por unidad de pasivo y activo. Por el lado de los pasivos, la deuda es más riesgosa que el capital; por lo tanto, el cambio en la composición hacia instrumentos de capital (gráfico 2.13)

Gráfico 2.17 Indicador de riesgo de la posición externa por unidad de pasivos y activos, promedio regional



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Cavallo, Fernández-Arias y Rinaldi (2022) y Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.

Nota: Los pasivos del indicador de riesgo de la posición externa (BSRI, por sus siglas en inglés) incluyen solo los componentes de los pasivos de la posición externa: pasivos de la deuda, pasivos de la inversión extranjera directa (IED) y pasivos de capital. Los activos BSRI incluyen sólo los componentes de los activos de la posición externa: activos de la deuda, activos de la IED, activos de capital y reservas internacionales. Sin reservas significa excluir las reservas internacionales del total de activos.

²⁷ Este patrón general de mejora en la mitigación de riesgos de los activos, que más que compensa por el riesgo de los pasivos estancados o con algún ligero aumento, también se observa en el país promedio avanzado y no avanzado.

redujo el riesgo promedio de los pasivos, aunque los efectos cuantitativos son pequeños. Por el lado de los activos, el cambio es más marcado. Los activos de la IED y las reservas son los instrumentos que brindan mejor protección; por consiguiente, su aumento en relación con otros tipos de activos (véase el gráfico 2.14) elevó el poder de mitigación del riesgo de los activos externos.

El BSRI proporciona la base para estimar la probabilidad de una crisis externa en cada país. Otro índice, la Evaluación de Vulnerabilidad de la Posición Externa (BSVA, por sus siglas en inglés), proporciona una medida —en un espacio de probabilidad— del riesgo que emana de las posiciones externas. En particular, el índice de BSVA es la probabilidad de una crisis a tres años que procede de factores relacionados con la posición externa, abstrayéndose de otros factores de riesgo (es decir, los factores macroeconómicos y la cantidad de otros países en crisis).²⁸ El índice de BSVA tiene la ventaja de que se puede emplear para comparar los niveles de riesgo de la posición externa en diferentes grupos de países.

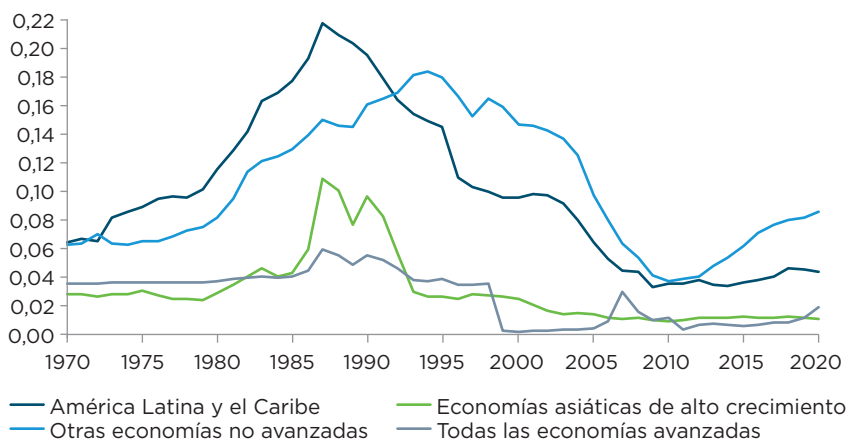
El gráfico 2.18 muestra el índice de BSVA para el país promedio de América Latina y el Caribe y en los grupos de comparadores. En el caso de la región, la vulnerabilidad de su posición externa se encuentra en un nivel históricamente bajo.²⁹ Si bien la vulnerabilidad promedio actualmente es dos o tres veces mayor que en las economías asiáticas de alto crecimiento y en las economías avanzadas, es notablemente más baja que en otras economías no avanzadas.

En resumen, el riesgo de posición externa en América Latina y el Caribe ha disminuido considerablemente desde los años ochenta gracias a la mejora en su composición de posición externa, sobre todo por el lado de los activos. Este éxito ha contribuido a mitigar la crisis financiera global

²⁸ Cavallo, Fernández-Arias y Rinaldi (2022) señalan que estos factores macroeconómicos desatendidos han contribuido incluso más que los factores de la posición externa al riesgo de crisis en la muestra general. Por lo tanto, las políticas macroeconómicas prudentes pueden compensar los altos riesgos de la posición externa y las malas políticas de esta naturaleza pueden generar crisis a pesar de que los riesgos de la posición externa sean bajos.

²⁹ El valor del país promedio oculta la heterogeneidad de la región. Aun así, en los países de América Latina y el Caribe que todavía se sitúan por encima del percentil 75 de la distribución, el índice de la Evaluación de Vulnerabilidad de la Posición Externa (BSVA, por sus siglas en inglés) hacia el final de la muestra es aproximadamente el mismo que en otras economías no avanzadas, mientras que en los países por debajo del percentil 75 de la distribución, el índice de BSVA hacia el final de la muestra ostenta aproximadamente el mismo nivel que en las economías avanzadas.

Gráfico 2.18 Índice de Evaluación de Vulnerabilidad de la Posición Externa, promedio por grupo de países



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Cavallo, Fernández-Arias y Rinaldi (2022); y Lane y Milesi-Ferretti (2018), actualizados en 2021.

Nota: El índice de la Evaluación de Vulnerabilidad de la Posición Externa (BSVA, por sus siglas en inglés) es la probabilidad estimada de una crisis a tres años de plazo que emana solamente de factores relacionados con la posición externa en un escenario donde las contribuciones al riesgo de otras variables de control son nulas (es decir, se asume que no hay desequilibrio macroeconómico y no hay efectos de contagio). Se calcula aplicando la función *probit* al indicador de riesgo de posición externa.

y los shocks de la COVID-19, en gran parte evitando las crisis externas que, de otra manera, probablemente se habrían producido.

Gestión de la posición externa para reducir vulnerabilidades

Los riesgos de la posición externa dependen de la composición de los pasivos y activos externos brutos. Por el lado de los pasivos, la evidencia muestra que la deuda es el tipo más riesgoso. Por consiguiente, los tenedores de deuda son los inversionistas extranjeros más riesgosos propensos a hacer caja y huir frente a circunstancias adversas, porque son dueños de activos líquidos y tienen poco apetito de riesgo. Sin embargo, los pasivos de capital también entrañan riesgos; por ende, sería un error medir el riesgo de los pasivos mediante un análisis solo de la deuda externa. Concretamente, la IED puede experimentar el riesgo de algún tipo de expropiación y llegar a desinvertir mediante ingeniería financiera.

Por el lado de los activos, y esto es crucial para la evolución del riesgo en el tiempo, los activos de capital, sobre todo los de IED, parecen ser importantes mitigadores del riesgo; por otra parte, los activos de deuda no parecen ser de ninguna ayuda. Esta conclusión novedosa sugiere que los

activos de la IED en el extranjero pueden magnificar el costo reputacional del país de impago de los pasivos externos y, de esta manera, equivalen a un factor de mitigación. Al mismo tiempo, los activos líquidos son mitigantes del riesgo, pero solo cuando hay un incentivo para utilizarlos en situaciones riesgosas. La capacidad para repatriar activos líquidos privados en manos de inversionistas con aversión a la deuda para contribuir a cumplir con las obligaciones de los pasivos externos no es particularmente útil en la práctica. En cambio, las reservas internacionales constituyen el tipo de activo con mayor protección.

Sin embargo, la anterior caracterización del riesgo no es suficiente para diseñar políticas efectivas de gestión de la posición externa. El tipo de instrumento elegido por los inversionistas en el mercado es el resultado de un análisis de costo-beneficio en el que los instrumentos más riesgosos pueden ser aceptables si producen rendimientos más altos de lo esperado. Como pregunta de políticas, si las vulnerabilidades de la posición externa merecen una respuesta prudencial de políticas depende de si el mercado fracasa en encontrar el *trade-off* adecuado entre beneficios y riesgos de crisis. La existencia de riesgos de la posición externa no es en sí misma una justificación para que intervengan políticas destinadas a reducirlos (más allá del comportamiento adecuado del sector público en relación con su propia huella en la posición externa). La necesidad de gestión de la posición externa surge de la incapacidad de los agentes privados para internalizar completamente el riesgo agregado de sus transacciones financieras.³⁰ En primer lugar, la acumulación de activos y pasivos altera el riesgo país, como se refleja en términos del mercado financiero y en un racionamiento financiero extremo. Sin embargo, las transacciones de mercado que contribuyen a este resultado agregado que afecta a todos los agentes del mercado que participan no sufren estas consecuencias financieras. En segundo lugar, los costos de la crisis externa implican pérdidas considerables del bienestar, que afectan a toda la sociedad, más allá de los agentes del mercado participantes. Estos costos económicos colectivos, una vez más, no son internalizados por los mercados financieros.³¹

³⁰ Por ejemplo, de acuerdo con Jeanne y Korinek (2010), los agentes individuales no internalizan completamente cómo sus decisiones sobre flujos del capital individuales tienen un impacto en la volatilidad general de la economía, lo que conduce a un apalancamiento excesivo, a menos que esto esté regulado.

³¹ Por ejemplo, Farhi y Werning (2016) identifican una externalidad de demanda agregada que se puede corregir mediante intervenciones macro de los mercados financieros. Sin embargo, *ex ante*, los efectos de la externalidad no son internalizados en las decisiones financieras privadas.

Si bien un análisis completo requeriría un modelo de equilibrio general que está fuera del alcance de este capítulo, la evidencia anterior sugiere con énfasis que, para beneficiarse plenamente de la integración financiera internacional, es necesaria una gestión prudential que permita construir una combinación de cartera externa que sea más segura que la que el mercado (y/o un sector público imprudente) probablemente produzca por sí solo. Esto coincide con las conclusiones de los estudios sobre la regulación macroprudencial de la cuenta financiera de la balanza de pagos.³² El objetivo de las políticas de reducir las vulnerabilidades de la posición externa debe considerar no solo los riesgos directos de las partidas de la posición externa sino también sus riesgos indirectos, que amplifican los efectos de los factores exógenos —shocks negativos de los términos de intercambio, desastres, pandemias o turbulencias financieras internacionales— que suelen desatar crisis externas cuando la vulnerabilidad es alta. Si bien los shocks exógenos no pueden evitarse, el grado de exposición depende de las características de la posición externa, que sí se pueden gestionar.

La gestión del balance debe abordar estos cinco aspectos clave:

- *Desalentar las características riesgosas de las obligaciones de deuda, como el plazo de vencimiento corto y la denominación en moneda extranjera.* Las obligaciones de deuda que se materializan cuando el riesgo país aumenta constituyen un mecanismo de desinversión natural que las hace especialmente riesgosas para amplificar la tensión en una crisis. Por eso, las deudas de corto plazo son más riesgosas que las de más largo plazo y pueden ser penalizadas por motivos prudenciales. De la misma manera, el agrupamiento de las amortizaciones de la deuda puede desatar una crisis de liquidez. Aparte del vencimiento de la deuda, la denominación en moneda extranjera puede agravar el efecto de la devaluación real que resulta de la tensión de la balanza de pagos en las obligaciones de la deuda en términos del PIB. Estos aspectos se abordan detalladamente en el capítulo 6.
- *Apoyar la tendencia a favor del financiamiento mediante la emisión de acciones.* El financiamiento mediante acciones en el exterior (instrumentos de capital) elimina el incentivo potencial de desinvertir al vencimiento y aporta inversionistas más estables al mercado. En este sentido, sería preferible la IED, porque sus barreras a la desinversión son supuestamente mayores (aunque no insuperables)

³² Véase, por ejemplo, Ostry et al. (2011).

debido a los costos de liquidación. La evidencia también muestra que, al contrario de la diversificación y la fuga de capitales a través de los activos de deuda externa, la adquisición por parte de privados de instrumentos de capital en el exterior mitiga los riesgos de crisis y, por lo tanto, puede ser favorecida por motivos prudenciales. Esto es especialmente cierto con la IED en el extranjero, que parece reducir el riesgo de impago de pasivos externos.

- *Invertir en reservas internacionales.* Las reservas internacionales son poderosos mitigadores del riesgo; inclusive endeudarse para mantener las reservas altas puede constituir una política efectiva de mitigación del riesgo. Esta conclusión tiene sentido en un mundo de frecuentes frenazos temporales del financiamiento externo y giros erráticos en términos del comercio; el respiro que proporcionan las reservas (incluidas las líneas de crédito abiertas, como la Línea de Crédito Flexible [FCL, por sus siglas en inglés] del FMI, y otras fuentes de liquidez disponibles para el sector público) puede impedir una crisis de liquidez. El sistema financiero multilateral tiene la responsabilidad de servir como prestamista de última instancia para impedir las crisis de liquidez evitables causadas por shocks mundiales, y aliviar de esa carga a los países en desarrollo. En ese caso, una red de apoyo internacional sería más eficiente que depender de las reservas de los países individuales.
- *Promover una posición externa con mayor cobertura de seguro.* A menudo, las crisis externas se producen cuando un país con una posición externa débil sufre un shock. Si bien es útil contar con una posición externa más sólida que garantice el financiamiento para lidiar con ese shock, resulta más efectivo compensar este último con un seguro. La política prudencial puede considerar los rasgos de cobertura de seguro que otorga la propia posición externa y, por ejemplo, procurar instrumentos de deuda que hagan que los pagos estén vinculados al crecimiento del PIB, o a los términos de intercambio (o al menos establecer límites para los pagos externos para asegurar la liquidez en tiempos de estrés si un seguro total no es viable). En cierto sentido, las características de contingencia incorporadas en los contratos sustituirían las costosas renegociaciones *ex post* que tienen lugar en las crisis externas en escenarios de tensión.
- *Alentar el ahorro nacional.* Además de mejorar las características del riesgo de la posición externa, como se sugiere en los párrafos anteriores, un mayor ahorro nacional —aumento del ahorro privado y disminución del consumo público— también contribuiría

a contener el riesgo de crisis externa reduciendo la absorción de pasivos externos netos (ya sea mediante la disminución de la demanda de pasivos externos o un aumento de la acumulación de activos externos). Los países con una composición de cartera en la cual los pasivos son más riesgosos y los activos son más seguros son los que más beneficiarían de las políticas que promuevan el incremento del ahorro nacional.

Durante el último medio siglo, América Latina y el Caribe ha sido sacudida por la volatilidad y las crisis macroeconómicas. Estos giros se han cobrado su precio en el desarrollo y deben controlarse si la región desea crecer y prosperar. Posiciones externas sólidas y seguras son un aspecto crucial para crear un contexto favorable para un desarrollo equitativo y sostenible. El cambio gradual a activos y pasivos externos más seguros ha contribuido a disminuir el riesgo planteado por la posición externa, aunque los países de la región deben mantenerse en guardia, ya que el riesgo asociado con su posición externa ha ido aumentando durante varios años y sigue siendo elevado según los estándares internacionales. Los países con altas vulnerabilidades necesitan políticas sólidas de gestión de la posición externa para evitar crisis externas. Mitigar el riesgo que impone el aumento de la deuda requiere prestar atención a la composición de la posición externa del país, y favorecer en la medida de lo posible una mayor participación de los instrumentos de capital.

Mercados de bonos nacionales: avances y tropiezos

El fortalecimiento de los mercados financieros forma parte de la agenda de reformas de América Latina y el Caribe desde hace tiempo, pero la importancia de desarrollar mercados de bonos locales se ha perfilado con mayor claridad a partir del comienzo de este siglo. Los mercados de bonos profundos que funcionan bien cumplen el doble rol de apoyar la estabilidad macroeconómica y estimular el crecimiento económico. Cuando los gobiernos pueden tener acceso a los mercados financieros locales mediante la emisión de instrumentos en moneda local a largo plazo, el país evita el riesgo de no poder renegociar la deuda o de que la carga de su deuda se dispare de pronto si su tipo de cambio sufre una gran depreciación. En el caso del sector privado, un mercado de bonos nacionales bien desarrollado abre oportunidades para financiar inversiones a plazos más largos que los que suele ofrecer el sector bancario, mientras que a la vez evita un descalce de monedas. Además, los mercados nacionales suelen ampliar las posibilidades para las empresas más pequeñas y para financiar hipotecas y préstamos al consumo en moneda local a plazos más extensos. Para los ahorradores locales, los mercados de bonos nacionales expanden sus oportunidades de inversión de cartera. Para los responsables de las políticas, una curva de rendimiento líquida a largo plazo en moneda local vuelve más efectiva la política monetaria.

Después de las crisis financieras de los años noventa, los responsables de las políticas y los analistas reconocen la importancia de un mercado de deuda en moneda local para reducir las vulnerabilidades asociadas con la deuda pública. Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, señaló que los mercados de bonos nacionales deberían desempeñar un papel de “rueda de repuesto” en el caso de frenazos de los flujos de capital o de estrés bancario (Greenspan, 1999). Sin embargo, muchas economías emergentes y en desarrollo, incluidas la mayoría de las de América Latina y el Caribe, se han esforzado por lograr un mercado grande denominado en

moneda local para su deuda pública, una deficiencia a la que se le ha dado el nombre de “pecado original” (Eichengreen y Hausmann, 1999).

A lo largo de las últimas tres décadas, los gobiernos de la región han ampliado su acceso al mercado de bonos nacionales. En general, los países con mercados financieros más dinámicos (incluido el sector bancario) han disfrutado de más crecimiento en sus mercados locales de valores, ya que los bancos y mercados ofrecen numerosas complementariedades.¹ La expansión también ha llegado al sector privado, con la inclusión de la emisión de bonos para financiar inversiones privadas en infraestructura. Los mercados de bonos tienden a ofrecer vencimientos más largos y una relación menos intervencionista con los acreedores, lo cual resulta conveniente para los proyectos de infraestructura y también para las compañías que los emprenden.²

En el futuro, los países de la región se enfrentarán a diversos desafíos de políticas. La experiencia con las iniciativas multinacionales en Asia Oriental sugiere que la integración de los mercados puede ofrecer grandes beneficios, aunque en América Latina y el Caribe no hay demasiada experiencia en este sentido. Además de construir las bases de un mercado solvente que incluya sólidos marcos institucionales y legales para alentar a los inversionistas y a las empresas a trabajar con los mercados de bonos, sería conveniente que se proporcionaran incentivos para ayudarles a superar los déficits de información, las reticencias por ser los primeros en el mercado y otras distorsiones. Sin embargo, no hay directrices claras sobre el tipo de incentivos ni sobre cómo se realizaría la eliminación gradual de los mismos. La participación de los inversionistas extranjeros en mercados nacionales puede contribuir a lidiar con problemas como la baja liquidez y la insuficiencia de espacio para que los mercados crezcan, pero puede que se requieran salvaguardias adecuadas para protegerse contra episodios de frenazos o reversiones súbitas de los flujos.

En este capítulo se analizarán los avances del mercado en lo que atañe a los mercados de bonos públicos y privados, así como los determinantes del crecimiento de los mercados de bonos; se evaluarán empíricamente las implicaciones de las nuevas tendencias en las carteras de los inversionistas internacionales, y presentarán enseñanzas extraídas y opciones de políticas.

Mercado de bonos: 30 años de expansión

En la mayoría de los países de la región, la escala de los mercados de bonos nacionales, sobre todo para la deuda soberana, ha crecido en relación con

¹ Véase el capítulo 3 de Cavallo y Serebrisky (2016).

² Véase Cavallo, Powell y Serebrisky (2020).

el producto interno bruto (PIB) desde los años noventa. La estructura de la deuda también ha mejorado, con tasas de interés más bajas y fijas, y una base más diversificada de inversionistas, que incluye una mayor proporción de tenedores de activos extranjeros. La deuda en moneda local aumentó como proporción de la deuda total. Los países también mejoraron el marco institucional y la estructura operativa del mercado de bonos, asegurando mercados más profundos y más líquidos, y ampliando progresivamente el acceso del sector privado al mercado.

A lo largo de los últimos 30 años, la capitalización del mercado de bonos del Estado ha crecido de manera sostenida. El nivel de la deuda pendiente negociable emitida bajo la legislación interna aumentó de un promedio del 15% en los años noventa al 25% en 2020 en todos los países (cuadro 3.1). Las economías de mayor tamaño —aquellas incluidas en el grupo ALC-6, que comprende las seis economías más grandes de América

Cuadro 3.1 Deuda pendiente en bonos del Estado como porcentaje del PIB tendencial

País	1990-1999	2000-2009	2010-2019	2019	2020
Argentina	13,3	22,8	21	22,9	25,5
Bahamas	29,5	30	34,1	36,5	35,6
Barbados	n.a.	n.a.	84,3	93	89,7
Belize	6,8	6,8	16	26,6	n.a.
Bolivia	7,6 ^a	17,4	13,7	16,1	n.a.
Brasil	14,8 ^a	27,9	45,8	54,9	51,7
Chile	26,9	13,4	21,1	22,2	24,3
Colombia	12,3 ^a	22	27,8	31,6	35,2
Costa Rica	22,7	27,3	41,3	47	46,6
República Dominicana	n.a.	1,8 ^a	10,3	13,4	15,1
Ecuador	7,8	8,5	11,2	13,8	15,2
El Salvador	n.a.	8,8 ^a	5,9	7,2	10,9
Guatemala	n.a.	7	13	14,6	16,9
Guyana	18,9 ^a	17	10	6,1	6,6
Honduras	11,8	10,2	15,2	19,7	22
Jamaica	28,5	72,7	57,3	36,7	35,1
México	18,2	21	22,5	26,8	27,2
Nicaragua	13,1	23,7	8,1	6	6,6
Panamá	11,4	9,6	7,4	10,6	9,9
Paraguay	6,1	4,4	1,6	1,2	1,3

(continúa en la página siguiente)

Cuadro 3.1 Deuda pendiente en bonos del Estado como porcentaje del PIB tendencial (continuación)

País	1990-1999	2000-2009	2010-2019	2019	2020
Perú	1,3 ^b	7,3	11,1	17	15,4
Surinam	n.a.	n.a.	1,6	7,4	7,7
Trinidad y Tobago	21,6	15,2	30,3	30,9	36,5
Uruguay	17,6	12,6	11,5	10,5	11,4
Venezuela	5,4 ^b	8,5	25,4	n.a.	n.a.
Promedio simple	14,8	16,5	21,9	23,9	24,8
Promedio ponderado	14,9	21,7	30,7	34,2	33,9
ALC-6	15,4	23,5	32,9	37,9	36,9
Países dependientes del turismo	19,3	18,5	21,0	22,8	23,2
Países exportadores de materias primas	12,5	14,0	18,4	21,0	23,4
Países diversificados	15,5	24,3	34,4	39,9	38,5

Fuente: Base de datos histórica de la deuda del BID.

Nota: El promedio ponderado se calcula utilizando el PIB promedio de la década para cada país. Para los grupos de países, se calcula un promedio ponderado. ALC-6 incluye los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. ^a Falta información para uno a cuatro años de la década. ^b Falta información para cinco años o más de la década. n.a.: no se dispone de datos.

Latina y el Caribe— mostraron aumentos significativos, del 15% del PIB en los años noventa a más del 37% del PIB en 2020. El hecho de que algunas economías relativamente pequeñas —por ejemplo, Barbados, Costa Rica, Jamaica y Trinidad y Tobago— hayan alcanzado mercados domésticos de un tamaño relativamente importante, sugiere que el tamaño del mercado no es una limitación insuperable.

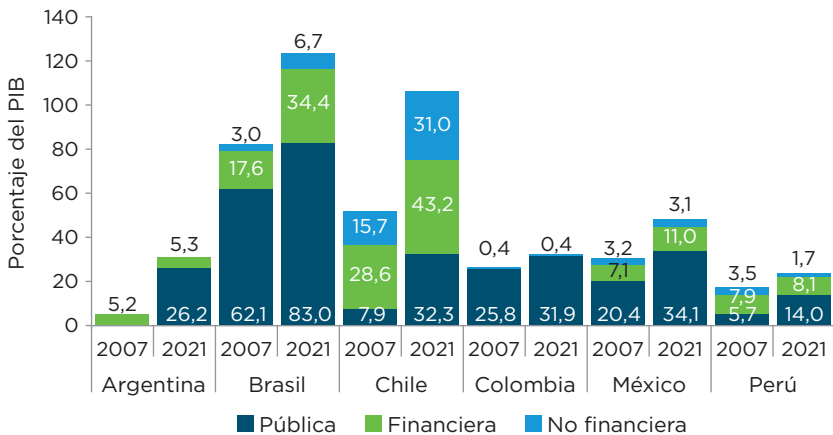
Aun así, el tamaño del *stock* pendiente de bonos del Estado es una métrica incompleta del desarrollo del mercado de bonos nacionales. Para empezar, junto con el volumen del mercado, deben tomarse en cuenta factores como la liquidez del mercado, la facilidad y seguridad de las transacciones, y la solidez de los derechos de propiedad. Además, el tamaño de mercado de la deuda pública puede ser una medida incompleta, ya que depende del “lado de la demanda”, es decir, de las necesidades de financiamiento que generan los déficits fiscales. Por ejemplo, en los últimos años, los déficits fiscales de Chile y Perú han sido moderados y, por lo tanto, el aumento de la deuda pública se ha dado también de forma lenta, aunque estos países han logrado claros progresos en el desarrollo del mercado de bonos. Por otro lado, es probable que los países con grandes necesidades de financiamiento aprovechen con mayor frecuencia los mercados financieros locales cautivos. Dada cierta forma de represión financiera, el

crecimiento del porcentaje de deuda pública en sí misma no es un buen indicador del desarrollo saludable de los mercados de bonos nacionales.

Una medida más integral del desarrollo del mercado de bonos debería incluir la deuda privada. Sin embargo, hay menos países con datos disponibles sobre el tamaño de los mercados de bonos privados. Para los países que cuentan con datos disponibles, los bonos privados, emitidos por corporaciones no financieras y bancos, también han logrado avances desde la década de 2000. Los bonos en circulación emitidos por el sector privado han logrado niveles importantes en Brasil, Chile y México en relación con el tamaño de sus economías y la escala de los mercados de bonos del Estado (gráfico 3.1). En el caso de Chile, los bonos privados en circulación superan al conjunto de instrumentos públicos.³ En Argentina, Colombia y Perú, el tamaño de los mercados de bonos privados es más pequeño en comparación con los demás países, lo que sugiere que todavía hay espacio para el desarrollo del mercado. En todos los países, los bonos financieros (emitidos por los bancos) superan el nivel de los bonos corporativos.

A pesar de su crecimiento, la escala de los mercados de bonos nacionales en la región aún no ha alcanzado niveles comparables a los de los mercados

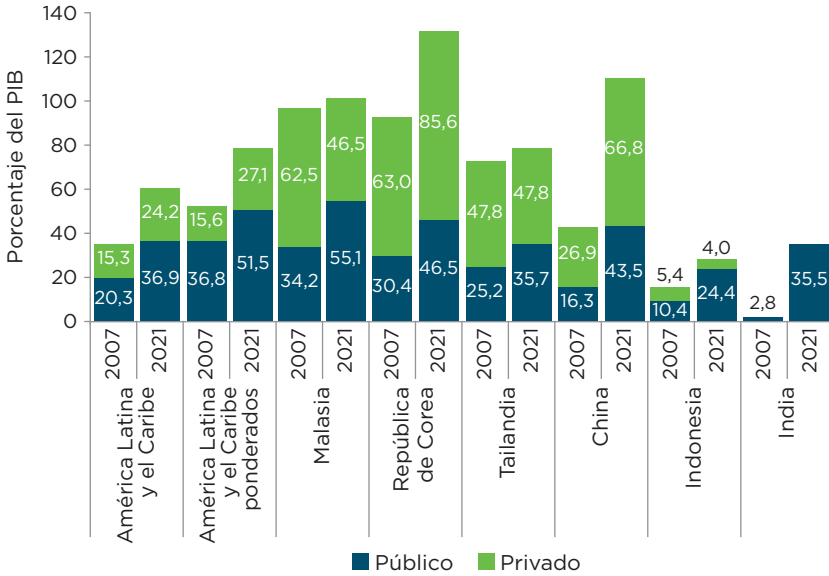
Gráfico 3.1 Bonos nacionales en circulación en los países de ALC-6 y su composición



Fuente: Estadísticas de títulos de deuda internacionales del BIS.
Nota: La deuda pública del mercado nacional se mide a nivel del gobierno general. El año 2021 incluye información hasta el segundo trimestre. ALC-6 incluye los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

³ Las cifras para los bonos públicos en circulación pueden ser diferentes de las del cuadro 3.1 en los países con datos disponibles, ya que la información proviene de bases de datos diferentes con distintas definiciones.

Gráfico 3.2 Comparación internacional de los mercados de bonos nacionales



Fuente: Estadísticas de títulos de deuda internacionales del BIS.

Nota: La deuda pública del mercado interno se mide a nivel del gobierno general. Los promedios ponderados para América Latina y el Caribe fueron calculados utilizando el PIB de cada año de los seis países para los cuales hay datos del BIS disponibles: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. El año 2021 incluye información hasta el segundo trimestre.

más profundos de algunos países de Asia y el Pacífico (gráfico 3.2). Un grupo grande de países de la región de Asia-Pacífico ha realizado un esfuerzo concertado para desarrollar sus mercados de bonos a través de la iniciativa para los mercados asiáticos de bonos. La brecha se observa principalmente en el segmento del sector privado, donde muchas economías asiáticas han alcanzado una capitalización del mercado de bonos que supera el 50% del PIB. En el caso de la deuda pública, la diferencia es más pequeña. A pesar de las persistentes brechas en relación con los comparadores, cuando se escala por el tamaño de los activos monetarios, el tamaño total del mercado de bonos en los países de América Latina y el Caribe prácticamente se ha duplicado desde 2007; y hacia 2020, el mercado de bonos se ha vuelto más grande que el dinero en sentido amplio (no mostrado).⁴

⁴ El dinero en sentido amplio es la suma que abarca: el dinero fuera de los bancos; los depósitos de demanda diferentes de los del gobierno central; el tiempo, los ahorros y los depósitos en moneda extranjera de los sectores residentes que no son el gobierno central; los cheques bancarios y de viajero; y otros valores como los certificados de depósito y el papel comercial.

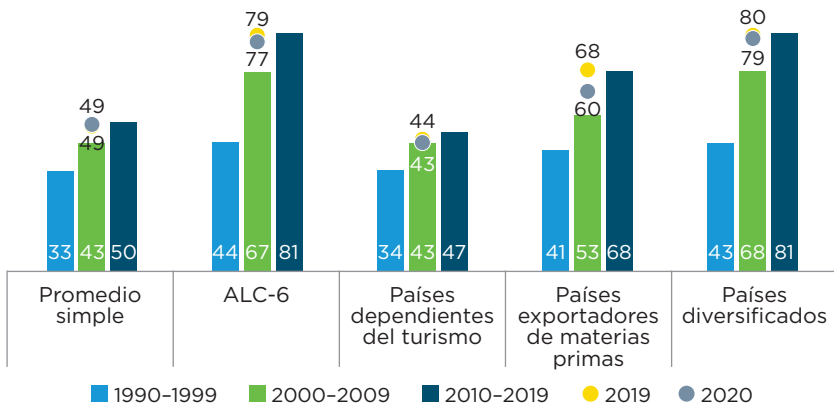
Mejoras en la estructura de la deuda

Los mercados de bonos nacionales han aumentado de tamaño y hacia 2021 representaban una gran parte del total de la deuda pública. Los títulos del Estado emitidos bajo la legislación nacional equivalen al 48% del total emitido, en comparación con un promedio del 35% en los años noventa. Las economías más grandes alcanzaron las mayores ganancias con el porcentaje de deuda emitida internamente, que aumentó en 27 puntos porcentuales, en comparación con el crecimiento de 13 puntos porcentuales para el promedio simple de la región. La emisión de bonos bajo la legislación nacional presenta diversas ventajas para el soberano, incluidos el uso de sistemas nacionales de custodia y liquidación; menores volúmenes requeridos por emisión que en los mercados internacionales; y la resolución de cualquier litigio en los tribunales nacionales, con menor costo y menos incertidumbre.

Además, en la práctica, el mercado en que se emiten los valores y la denominación de la moneda de la deuda están estrechamente correlacionados; por ello, el cambio hacia los bonos emitidos bajo la legislación nacional señala un giro hacia la deuda denominada en moneda local (gráfico 3.3).

El aumento de la deuda en moneda local ha sido un objetivo de larga data de las políticas de América Latina y el Caribe. Un nivel excesivo de deuda en moneda extranjera ha sido asociado con crisis monetarias recurrentes e impagos de la deuda. La deuda en moneda extranjera aumenta la vulnerabilidad

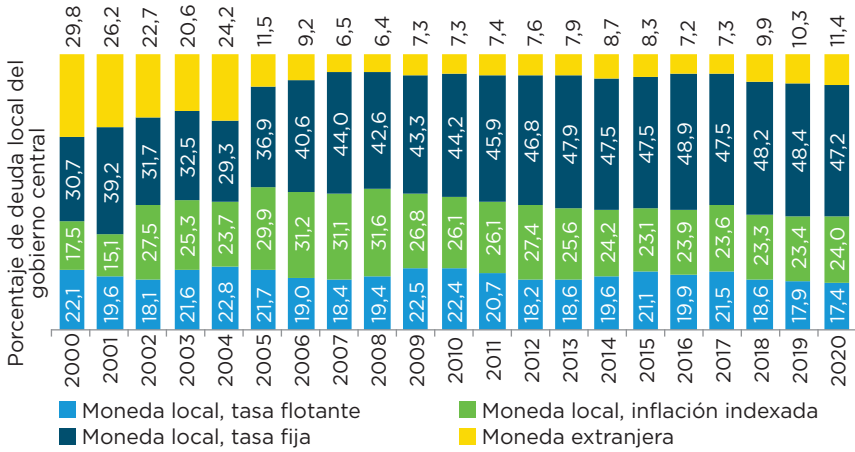
Gráfico 3.3 Proporción del total de la deuda pública (interna y externa) denominada en moneda local



Fuente: Base de datos histórica de la deuda del BID.

Nota: Para los grupos de países, se calcula un promedio ponderado utilizando el PIB promedio de la década. ALC-6 incluye los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Gráfico 3.4 Desglose de los bonos del Estado por tipo de instrumento (país promedio)



Fuente: Estadísticas de títulos de deuda internacionales del BIS.

Nota: El país promedio es el promedio simple de Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú.

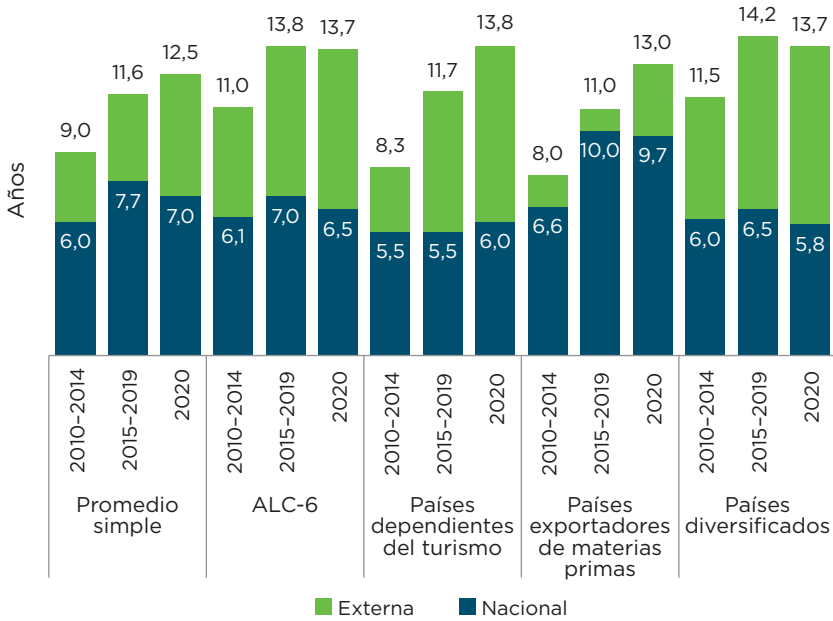
financiera porque después de un shock negativo el tipo de cambio tendría que depreciarse bruscamente y eso provoca que el ratio de deuda pública/PIB se dispare de forma automática. El incremento del porcentaje de la deuda pública en moneda local se ha producido gracias al marco de políticas macroeconómicas implementado por muchas economías de la región y a una base creciente de inversionistas institucionales locales.⁵

La composición de la deuda también ha mejorado de otras maneras. La deuda a tasa de interés fijo ha ganado terreno en el mercado interno en relación con los instrumentos indexados por la inflación y la deuda en moneda extranjera. El porcentaje de instrumentos en moneda local y a tasa fija ha aumentado desde 2004, mientras que los instrumentos en moneda local y a tasas flotantes se han mantenido en una proporción relativamente constante de la deuda total emitida en los mercados domésticos (gráfico 3.4).

El progreso hacia instrumentos de tasa de interés fija en moneda local genera claros beneficios en términos de estabilidad y sostenibilidad, pero hay *trade-offs*. Por ejemplo, tradicionalmente, los bonos en moneda

⁵ El crecimiento de la deuda en moneda local no carece de precedentes cuando se compara con el registro histórico. Luego de analizar dos siglos de datos, Reinhart y Rogoff (2008) muestran que el auge actual de la deuda pública en moneda local está devolviendo la estructura de la deuda a donde había estado durante largos períodos en tiempos pasados.

Gráfico 3.5 Vencimiento promedio de la deuda pública según la ley vigente



Fuente: Base de datos histórica de la deuda del BID.

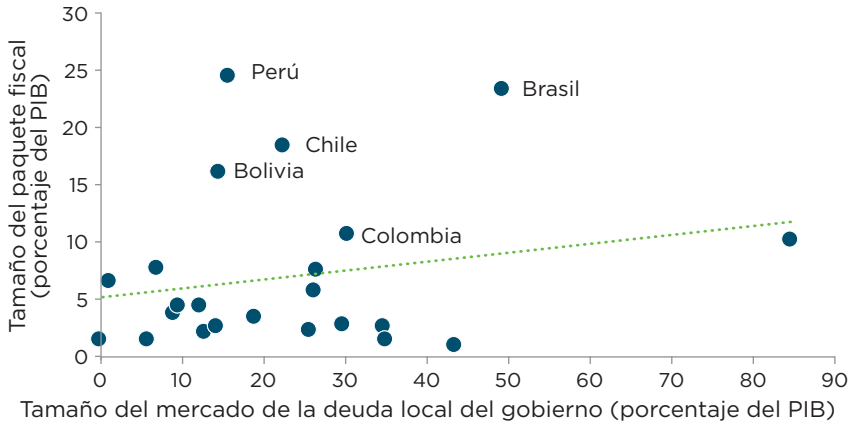
Nota: Para los grupos de países, se calcula un promedio ponderado utilizando el PIB promedio de la década. ALC-6 incluye los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

extranjera han ofrecido vencimientos más largos, ya que la estabilidad a largo plazo del dólar de Estados Unidos y la percepción de “refugio seguro” de la economía de dicho país garantizan a los mercados la resiliencia de los valores denominados en dólares a largo plazo. El vencimiento de los bonos del Estado emitidos bajo la legislación internacional (casi siempre denominados en moneda extranjera) es de cinco a siete años más extenso que el de los instrumentos bajo legislación nacional (el 80% de los cuales está denominado en moneda local). De todos modos, en la última década el vencimiento de los instrumentos bajo la legislación nacional aumentó en uno o dos años (gráfico 3.5).

Los mercados de bonos y la COVID-19

El desarrollo de los mercados de bonos a lo largo de 30 años demostró ser útil como respuesta a la crisis de la COVID-19. La pandemia llevó a muchos países a emprender medidas contundentes para aliviar sus efectos, lo que tuvo como resultado un aumento de la deuda pública. El gráfico 3.6

Gráfico 3.6 Correlación de las respuestas de la política fiscal a la COVID-19 y los mercados de bonos locales del Estado



Fuente: Base de datos histórica de la deuda del BID.

Nota: El tamaño de la respuesta de la política fiscal se calcula utilizando la herramienta de seguimiento de la política fiscal del FMI. Incluye las medidas relacionadas con la COVID-19 anunciadas entre enero de 2020 y finales de junio de 2021, con una implementación prevista en 2020, 2021 y posteriormente. Los tipos de apoyo fiscal comprenden medidas por encima y por debajo de la línea, así como pasivos contingentes.

destaca el tamaño de los paquetes de ayudas fiscales para enfrentar la COVID a lo largo de junio de 2021 y el nivel de la deuda pública pendiente en el mercado interno a finales de 2019.⁶ La correlación es positiva pero no es alta, debido a la influencia de muchos y diversos factores en el tamaño de los paquetes. Por ejemplo, es probable que, en los países con un elevado nivel de deuda pública, el espacio fiscal fuese más limitado y los paquetes de ayuda tuvieran que ser más reducidos. Sin embargo, la mayoría de los países con paquetes fiscales más grandes son países donde los mercados de bonos nacionales son más maduros.

Aun así, la pandemia parece haber puesto fin a algunas de las mejoras de las décadas anteriores. Por ejemplo, interrumpió la tendencia hacia un porcentaje mayor de deuda en moneda local. El gráfico 3.3 ilustra esto, mediante una comparación de los niveles de 2019 y 2020 (los puntos por encima de las barras), además de los promedios de la década. Como los abultados programas de alivio incrementaron las necesidades de financiamiento, los países debieron valerse tanto de los mercados internos como de los internacionales. Incluso en los casos en que les era posible satisfacer

⁶ Al utilizar el año previo a la pandemia se evitan los sesgos que provienen del alcance de la caída del producto interno bruto (PIB) durante la propia pandemia.

la mayoría de sus necesidades en el mercado interno, los países siguieron recurriendo a los mercados internacionales más que en el pasado, lo cual hizo crecer el porcentaje de deuda en moneda extranjera. Además, en 2020 se acortaron los vencimientos promedio, lo cual refleja un deterioro de las condiciones de emisión y de refinanciamiento (gráfico 3.5). Si estas interrupciones en las tendencias anteriores a la pandemia resultan ser transitorias o persistentes, dependerá de la fortaleza del apoyo institucional de los mercados de bonos nacionales.

Construir mejores mercados de bonos

Las bases de un sólido mercado de bonos provienen de las leyes y las regulaciones que rigen su funcionamiento y la facilidad y la eficiencia para realizar transacciones. La comunidad internacional se ha centrado en apoyar el desarrollo de los mercados de bonos nacionales en las economías emergentes con iniciativas como el plan de acción de 2011 del grupo de trabajo del G20 sobre la arquitectura financiera internacional⁷ y los esfuerzos conjuntos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial que culminaron en una nota de orientación para el desarrollo de mercados de bonos en moneda local (Hashimoto et al., 2021).

La nota de orientación mencionada define seis elementos básicos indispensables para construir mercados de bonos nacionales grandes y robustos: i) el mercado de dinero, que comprende el papel comercial y un mercado de acuerdos de recompra; ii) el mercado primario, incluidas las licitaciones o sindicación transparentes; iii) el mercado secundario, que requiere alcanzar niveles deseables de liquidez y profundidad; iv) la base de inversionistas, que debe ser profunda y diversificada con diferentes horizontes y preferencias de riesgo/rendimiento; v) una infraestructura de mercado que facilite el flujo fluido y la liquidación de las transacciones con bajo riesgo para todas las partes, y vi) un marco legal y regulatorio que asegure la integridad del mercado y la protección de los derechos de los inversionistas. Además, también es preciso contar con algunos factores favorables, entre ellos, un contexto macroeconómico y monetario estable (baja inflación, deuda pública moderada y bajo riesgo de crisis financieras), y un nivel suficientemente bajo de represión financiera (se permite a los mercados financieros funcionar sin controles de precios ni excesivas restricciones del gobierno).

La región ha progresado en el fortalecimiento de los seis elementos básicos. Por ejemplo, a lo largo de las últimas dos décadas, los países en

⁷ Consúltense Silva et al. (2020) para un informe sobre la labor del grupo de trabajo del G20.

Centroamérica han avanzado en el desarrollo de mercados primarios, sobre todo con la implementación del programa regional de Armonización de los Mercados de Deuda Pública. Entre otras ayudas a la construcción de capacidades, esta iniciativa ha estandarizado los valores y las convenciones del mercado para las nuevas emisiones. Aun así, quedan muchos retos por delante, también en lo que se refiere al funcionamiento de los mercados de dinero y los mercados de bonos secundarios.⁸ Por otro lado, la base de inversionistas sigue siendo estrecha y los sectores bancarios están concentrados, lo que constituye sendos obstáculos para la competitividad de los mercados. Incluso en los mercados más grandes de América Latina, quedan muchos desafíos vigentes. Uno de ellos es lograr un alto nivel de liquidez de los mercados secundarios. El diferencial de los precios de compra y venta de los instrumentos de la deuda, una medida habitual de liquidez, es relativamente alto en Chile, pero es más bajo en Brasil y México. En términos del marco legal e institucional, las perspectivas de los inversionistas sobre la efectividad de la regulación del mercado de valores son buenas en Brasil y excelentes en Chile, pero no son positivas en Argentina.⁹

Algunos indicadores clave del marco legal y regulatorio de los mercados privados de bonos han mostrado un progreso constante. Aun así, todavía hay espacio para mejorar con el fin de lograr el nivel de las economías avanzadas.¹⁰ Durante la pandemia de COVID-19, por ejemplo, el número de bancarrotas y reestructuraciones judiciales ha sido sorprendentemente bajo, a pesar de las muchas reestructuraciones extrajudiciales que se llevaron a cabo. La solución de la insolvencia es un aspecto clave para los mercados privados de bonos, porque la falta de pago es el principal riesgo de cualquier título de deuda. Saber que las insolvencias serán resueltas de forma rápida y justa, y a un costo razonablemente bajo, les asegura a los inversionistas que, incluso en situaciones de crisis, se respetarán los derechos de propiedad.

Una disección de los mercados de bonos del sector privado

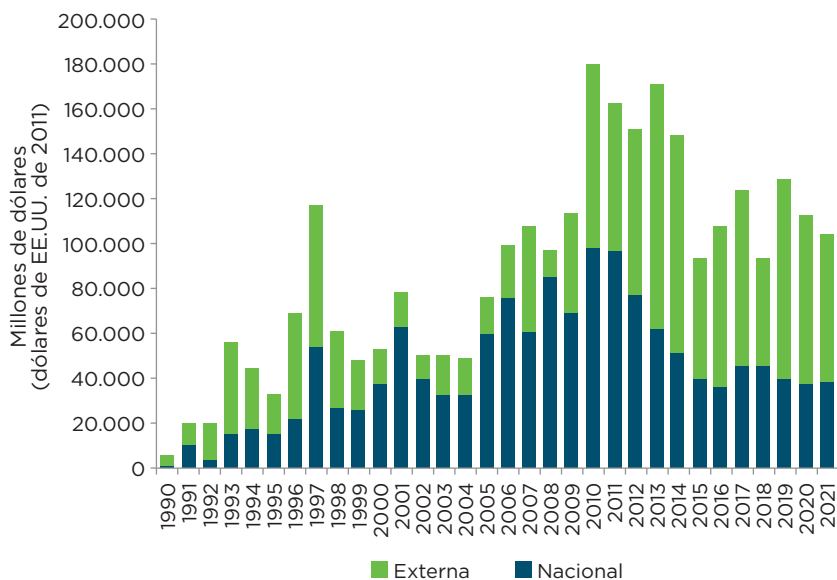
El desarrollo de los mercados de bonos nacionales se ha ampliado para incluir más financiamiento de las empresas del sector privado, sobre todo en las economías más grandes. La información de fuentes privadas sobre las nuevas emisiones de bonos por parte de las corporaciones y las

⁸ Véase Clevy, Pedras y Pérez Ruiz (2021).

⁹ Véase BIS (2019).

¹⁰ Véase Powell y Rojas-Suárez (2022).

Gráfico 3.7 Emisiones de bonos del sector privado en los mercados nacionales e internacionales



Fuente: Base de datos de Refinitiv Datastream Bond.

compañías financieras proporciona una ventana para el desarrollo de este segmento del mercado.¹¹

En la primera década de este siglo, hubo un despegue de las emisiones de bonos por parte de las corporaciones de los mercados locales, y dichas emisiones representaban la mayoría de los fondos captados (gráfico 3.7). Esto puede reflejar la evolución de las carteras de los planes de pensiones privados, muchas de las cuales redujeron sus tenencias de instrumentos públicos en la década de 2000 a favor de bonos privados.¹² La tendencia se desaceleró en la década de 2010, a medida que se estabilizaba la composición de la cartera de los fondos de pensiones, las condiciones de los mercados financieros internacionales se volvían favorables y el financiamiento de los bancos viraba considerablemente hacia los mercados de bonos, induciendo a endeudarse más con fuentes internacionales a expensas de los mercados nacionales.¹³ De todas formas, las nuevas emisiones en los mercados nacionales se mantuvieron fuertes y han oscilado entre

¹¹ La información proviene de la base de datos de Refinitiv Datastream Bond. Las corporaciones se clasificaron según el criterio de residencia.

¹² Véase FIAP (2020).

¹³ Véase Abraham, Cortina y Schmukler (2020) y Turner (2014).

US\$35.000 millones y US\$45.000 millones al año (en precios de 2011) desde 2015, inclusive en 2020 y 2021.

Entre los seis países más grandes de América Latina y el Caribe, Brasil ha experimentado un crecimiento sostenido a largo plazo con el mayor volumen de emisiones tanto en términos absolutos como en términos de porcentaje del PIB, y México le sigue de cerca. Chile realizó el cambio más importante hacia las emisiones en el mercado interno en la primera década de 2000 y luego al mercado externo en la década de 2010. Por su parte, Argentina, Colombia y Perú tienen emisiones privadas de bonos relativamente más pequeñas. A los países con economías más grandes le sigue un grupo de otros 12 países (cuadro 3.2).

La fortaleza de las instituciones, que abarca, entre otros, la protección de los derechos de propiedad, es un factor fundamental para el desarrollo de mercados de bonos privados, aunque los gobiernos y la iniciativa (y la coordinación) privada también desempeñan un papel esencial. El caso de las obligaciones de infraestructura de Brasil es un ejemplo notable de políticas públicas proactivas para estimular la emisión de bonos privados en moneda local para fines específicos. Como los proyectos de infraestructura suelen generar la mayor parte de sus ingresos en moneda local, la capacidad de financiarlos a través de instrumentos en moneda local es especialmente deseable (véase el recuadro 3.1).

Una ventaja de los mercados de bonos nacionales es que el tamaño de la emisión no tiene que ser tan grande como en los mercados externos. Esto es especialmente útil para ampliar el acceso al financiamiento mediante bonos para muchas empresas más pequeñas para las cuales no sería económico emitir en los mercados extranjeros. El tamaño de emisión promedio de las empresas de América Latina y el Caribe ha sido solo de alrededor de US\$50 millones a US\$100 millones en la región, en comparación con cerca de US\$400 millones de las emisiones internacionales (gráfico 3.8).

Cuando las empresas emiten deuda, se enfrentan a *trade-offs* en términos de composición de la moneda e indexación, y dependiendo de si las tasas son flotantes o fijas. La emisión de deuda doméstica permite a las empresas emitir montos más pequeños en moneda local, pero a expensas de una estructura de vencimiento que a menudo no proporciona liquidez a largo plazo. Los mercados internacionales tienden a ofrecer mejores condiciones a los emisores, ya que el financiamiento a más largo plazo es la norma en los mercados avanzados (los bonos globales han tenido vencimientos de unos tres años más en promedio; panel A del gráfico 3.9). Aun así, los plazos varían según los países. En Chile, por ejemplo, los bonos privados emitidos en el mercado nacional tienden a tener vencimientos significativamente más largos que en otros países (panel B del gráfico 3.9).

Cuadro 3.2 Total de emisiones de bonos del sector privado en los mercados nacionales e internacionales

A. Total emitido en millones de dólares de EE.UU. de 2011														
Año	Argentina		Brasil		Chile		Colombia		México		Peru		Otros	
	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa
90s	1.950	4.855	5.630	8.949	800	2.497	2.130	959	5.757	9.482	568	177	2.232	1.931
00s	2.744	1.316	22.367	6.687	10.843	1.725	3.401	888	14.744	7.381	1.291	662	994	4.036
10s	1.586	2.358	36.102	13.078	1.063	8.686	3.600	4.303	16.497	37.614	774	3.594	258	8.681
2019	565	1.513	27.630	10.973	73	11.243	374	3.998	9.382	51.154	960	2.864	152	9.864
2020	242	218	16.716	25.149	n.a.	11.354	2.740	4.220	16.061	23.793	n.a.	2.607	1.416	8.549
2021	757	2.293	20.086	n.a.	n.a.	n.a.	220	n.a.	16.239	n.a.	n.a.	n.a.	454	13.694
B. Total emisión/PIB														
Año	Argentina		Brasil		Chile		Colombia		México		Perú		Otros	
	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa	Nacional	Externa
90s	0,6	1,49	0,68	1,08	0,98	3,06	2,01	0,91	1,06	1,74	0,9	0,28	0,95	0,82
00s	0,88	0,42	1,73	0,52	7,56	1,2	1,94	0,51	1,62	0,81	1,26	0,65	0,23	0,95
10s	0,38	0,56	1,89	0,68	0,45	3,7	1,25	1,5	1,48	3,37	0,43	2	0,04	1,38
2019	0,15	0,41	1,7	0,68	0,03	4,46	0,13	1,42	0,84	4,59	0,49	1,47	0,02	1,6
2020	0,07	0,06	1,08	1,63	n.a.	4,42	0,98	1,51	1,43	2,12	n.a.	1,31	0,23	1,39
2021	0,24	0,71	1,41	n.a.	n.a.	n.a.	0,08	n.a.	1,47	n.a.	n.a.	n.a.	0,07	2,23

Fuente: Base de datos de Refinitiv Datastream Bond.

Nota: Las cifras por década refieren el promedio de las emisiones totales por país a lo largo de los años correspondientes. Las de propiedad estatal se incluyen en la muestra. El grupo "Otros" incluye Bahamas, Belice, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Panamá, Paraguay, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

n.a.: no se dispone de datos.

Recuadro 3.1 Bonos de infraestructura: el caso de Brasil

En 2011, el gobierno de Brasil introdujo un marco para que las empresas privadas emitieran bonos de infraestructura con el objetivo de promover el desarrollo de mercados de capital privado a largo plazo y fortalecer el financiamiento de los proyectos de infraestructura. La iniciativa respondía a la aplicación de costos de capital más altos en los préstamos bancarios, por las regulaciones de Basilea III, y a la necesidad de reducir la posición dominante del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) en la provisión de financiamiento para infraestructura. El interés de los valores y las ganancias de capital disfrutaban de una exención del impuesto sobre la renta, con la condición de que los fondos se utilicen para financiar gastos de infraestructura con una duración mínima de cuatro años y una denominación de moneda en reales. Todos los bonos se comercian en los mercados locales bajo la jurisdicción nacional. La exención del impuesto sobre la renta contribuyó a su popularidad entre los ahorradores brasileños de altos ingresos, aunque está destinada a los inversionistas locales y a los no residentes. Las instituciones financieras que invierten en estos instrumentos se benefician de una reducción de la tasa fiscal del 15% en comparación con la tasa estándar del 25%. El régimen favorable se refleja en el nombre que reciben los instrumentos: bonos incentivados (*debentures incentivados*), si bien los beneficios deben expirar en 2030.

Los primeros bonos fueron emitidos en 2012 y el mercado arrancó en 2017. Sin embargo, la pandemia de COVID-19 desaceleró la actividad, y en 2020 el volumen emitido solo alcanzó el 55% del nivel del año anterior. La desaceleración parece haber sido temporal; en la primera mitad de 2021, las emisiones superaron a las de 2020. En términos de dólares de Estados Unidos, cuando se calcula con un tipo de cambio real constante basado en el promedio comercial, el valor de los bonos emitidos en 2019 llegó a US\$9.500 millones, mientras que el número total de bonos emitidos desde el comienzo del programa supera los 400. En cuanto a los vencimientos de los bonos, han ido en aumento progresivamente hasta un promedio de más de 10 años, con una duración promedio de cinco a siete años, dependiendo de la industria. La cantidad de bonos de infraestructura emitidos cada año rivaliza con los préstamos del BNDES en términos del financiamiento total de proyectos de infraestructura.

Desde el comienzo de este mercado, entre los inversionistas del mercado primario ha habido personas (27%), fondos mutuos y otros fondos de inversión (20%), bancos organizadores (19%), otros bancos intermediarios financieros (22%), corporaciones (6%) e inversionistas extranjeros (4%). Los bancos encuentran que esta inversión es ventajosa desde la perspectiva del impuesto sobre la renta y los requisitos de capital asociados con la tenencia de estos valores. En cambio, sorprende la participación limitada de inversionistas extranjeros, si se considera que la misma es relativamente elevada en el mercado nacional de bonos del Tesoro. Dos factores parecen explicar este resultado. En

(continúa en la página siguiente)

primer lugar, la abundante liquidez y los costos relativamente más bajos de llegar a los inversionistas nacionales hace que el esfuerzo de buscar financiamiento internacional no resulte atractivo para los promotores de proyectos. En segundo lugar, debido a la estructura tributaria, para los inversionistas nacionales es más atractivo el diferencial del rendimiento de los bonos de infraestructura después de impuestos. Los rendimientos de los bonos del Tesoro están exentos de impuestos solo para los inversionistas extranjeros. Por lo tanto, la diferencia del rendimiento de los bonos de infraestructura después de impuestos puede ser tres veces mayor para un inversionista nacional que para un extranjero.

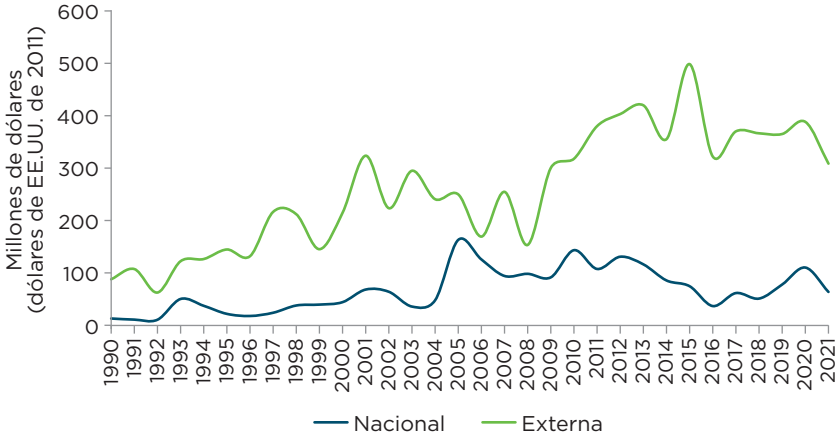
Más del 80% de los bonos son calificados en la emisión por al menos una de las tres grandes agencias de calificación (Moody's, Standard & Poor's y Fitch). De las 363 emisiones calificadas, solo nueve pertenecían a la categoría de grado especulativo en la escala de calificación de créditos a largo plazo. Esto es coherente con la baja tasa de impagos de estos bonos desde su comienzo; hasta ahora, ha habido solo tres eventos de impagos. La buena posición crediticia general de los bonos de infraestructura se debe en parte a garantías implícitas o explícitas proporcionadas por los patrocinadores, a la colateralización de cuentas por cobrar y, en unos pocos casos, a los multilaterales. El mercado secundario es activo y los bonos de infraestructura tienden a tener un volumen de negocios algo más alto que otros tipos de bonos privados.

Los bonos de infraestructura también se utilizan ampliamente para financiar proyectos en otros países. De hecho, cerca del 50% del financiamiento de la deuda de los proyectos de la región se canaliza a través de bonos, lo cual constituye un cambio notable en relación con la primera mitad de la década de 2010, cuando prevalecían los préstamos comerciales y oficiales. Aun así, Brasil, Chile y México representan las dos terceras partes de los bonos emitidos en la región en los últimos 10 años. Sin embargo, ninguno de los otros países ha establecido un régimen similar al de Brasil para promover los bonos de infraestructura. Y solo Brasil se destaca en términos de la prevalencia del financiamiento en moneda local. Colombia es el único otro país donde los bonos de infraestructura emitidos en moneda local representan más de una tercera parte de las emisiones, pero dichos bonos están en gran parte limitados a los proyectos de transporte.

Puede que a los países de la región les convenga tener en cuenta el caso exitoso de Brasil en el desarrollo del mercado de bonos de infraestructura denominados en moneda local para igualar la moneda de los ingresos de los proyectos, sobre todo en sectores como transporte, agua y telecomunicaciones. Para los inversionistas, los bonos en moneda local también son atractivos porque implican un menor riesgo de impago.

En términos de rendimiento, una tendencia a la baja en los bonos nacionales iguala la reducción sostenida de los rendimientos en los mercados internacionales. El gráfico 3.10 muestra un diferencial de cerca de 200 a 300 puntos básicos en los últimos años, lo cual puede acercarse razonablemente a las

Gráfico 3.8 Tamaño de la emisión mediana del sector privado en los mercados nacionales e internacionales



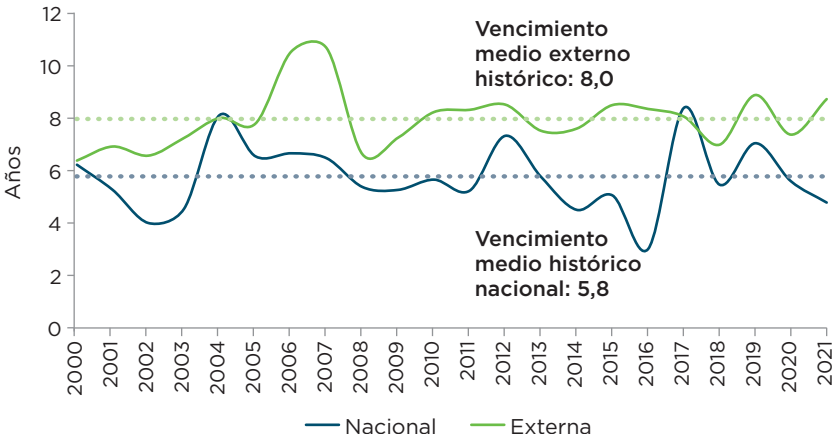
Fuente: Base de datos de Refinitiv Datastream Bond.

Nota: Promedio simple del tamaño de la emisión mediana para todos los países cada año. Los países incluidos son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Otros. La denominación “Otros” refiere a un grupo sintético de países que comprende: Bahamas, Belice, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Panamá, Paraguay, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

expectativas de depreciación anual del tipo de cambio en muchos países. Sin embargo, la composición influye en los resultados, y en algunos años el diferencial de rendimiento se dispara hasta cerca de 500 puntos básicos.

Gráfico 3.9 Vencimiento mediano de los bonos del sector privado en los mercados nacionales e internacionales

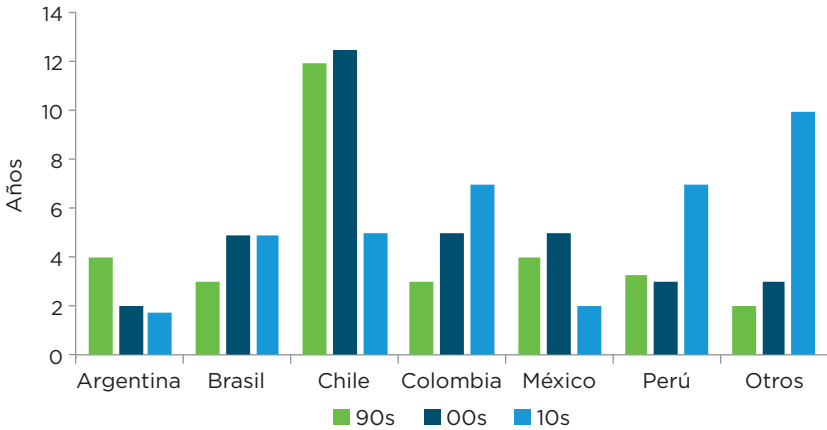
A. Vencimiento mediano por legislación



(continúa en la página siguiente)

Gráfico 3.9 Vencimiento mediano de los bonos del sector privado en los mercados nacionales e internacionales (continuación)

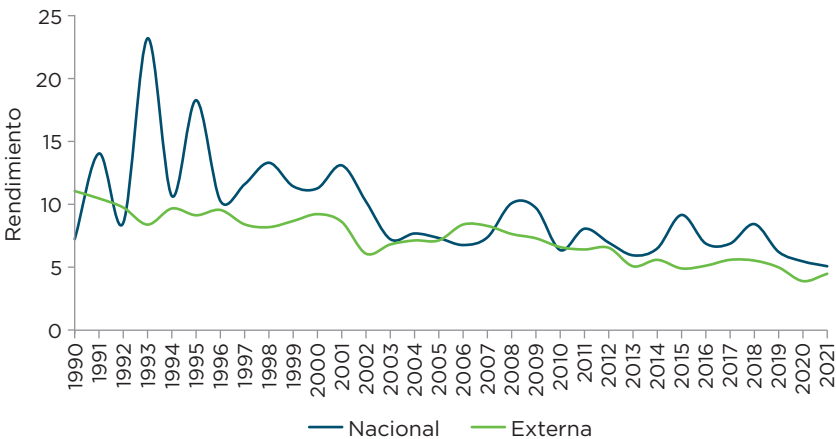
B. Vencimiento medio de países de América Latina y el Caribe



Fuente: Base de datos de Refinitiv Datastream Bond.

Nota: El panel A refleja el promedio simple del vencimiento mediano de las emisiones en los países de ALC-6 cada año. El panel B presenta el vencimiento mediano de las emisiones bajo la legislación interna por país, por década. Los países de ALC-6 son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. La denominación "Otros" refiere a un grupo sintético de países que incluye: Bahamas, Belice, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Panamá, Paraguay, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Gráfico 3.10 Rendimiento mediano del sector privado en los mercados nacionales e internacionales



Fuente: Base de datos de Refinitiv Datastream Bond.

Nota: Promedio simple del rendimiento mediano para todos los países cada año. Los países incluidos son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Otros. La denominación "Otros" refiere a un grupo sintético de países que comprende: Bahamas, Belice, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Panamá, Paraguay, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Motores del desarrollo del mercado de bonos nacionales

El grado heterogéneo de desarrollo del mercado de bonos en diferentes países, tanto a nivel internacional como en la región de América Latina y el Caribe, es el resultado de factores que abarcan los marcos legales, las características del país y las políticas. Un análisis empírico de sus determinantes, que imita el de Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006), muestra que, controlando por esos factores, algunos de los cuales están fuera de su control, los países de América Latina y el Caribe han alcanzado altos niveles de capitalización de mercado.

Los determinantes del desarrollo del mercado de bonos nacionales se pueden agrupar en tres categorías. Un primer conjunto de variables abarca la escala de las economías y los mercados financieros y su grado de desarrollo. Un segundo grupo está formado por indicadores de la solidez y estabilidad del mercado financiero y el nivel de apertura de la economía. El tercer conjunto de variables determina la robustez del marco legal e institucional. Por último, un conjunto de variables ficticias regionales captura las características locales no reflejadas en las variables explicativas y el control de efectos fijos por país para los desarrollos económicos globales. Los datos sobre la capitalización de mercado de los bonos provienen del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) y comprenden los 32 países con información disponible para el período 1990–2020.¹⁴

Si se toman en cuenta todas las variables en el análisis, los mercados de bonos privados de América Latina y el Caribe son más profundos de lo que se podría esperar, porque la variable ficticia regional es positiva y significativa para los bonos privados y el mercado general (cuadro 3.3). En la estimación original de 2006, la variable ficticia regional era negativa y altamente significativa para América Latina y el Caribe. Por un lado, el cambio de signo para la estimación de la variable ficticia regional puede verse como una buena noticia. Por otro, el tamaño más pequeño de los mercados en comparación con sus contrapartes asiáticas sugiere que todavía hay espacio para crecer. Las variables que indican la escala de la economía son altamente significativas y explican gran parte de la capitalización del mercado de bonos. Los resultados indican que, cuando el PIB per cápita llega a US\$70.000, el crecimiento del mercado se estanca.

¹⁴ El grupo de países cubiertos en la actual base de datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) es algo distinto del que estaba disponible en 2006, lo cual puede influir en la comparación con las estimaciones de Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006). El cambio más importante se observa en el grupo de economías avanzadas, en cuyo caso no hay datos disponibles para Alemania, Estados Unidos y Reino Unido, entre otras diferencias.

Cuadro 3.3 Impulsores de la capitalización del mercado de bonos

Grupo	Variables	Total deuda interna	Deuda pública interna	Deuda corporativa interna
Escala económica y variables financieras	PIB	16,77***	9,01***	5,42***
	PIB al cuadrado	7,31***	4,08***	3,56***
	PIB per cápita	16,58***	7,15*	7,83***
	PIB per cápita al cuadrado	-4,20	-5,01*	-0,10
	Crédito privado	0,65***	0,14	0,30***
	Crédito privado al cuadrado	-0,00***	-0,00	-0,00**
	Ahorros internos	-0,90***	-0,66***	-0,25**
Factores macroeconómicos	Exportaciones	-0,06	0,10**	-0,18***
	Fujos de entrada de capitales	-2,67	4,61	-6,91**
	Fujos de salida de capitales	10,87*	-0,18	9,67***
	Tasa de interés promedio	-0,49	-0,12	-0,24
	Tasa de interés volatilidad	-0,69***	-0,35**	-0,36***
	Tasa de interés diferencial	0,92***	0,51**	0,20
	Tipo de cambio intermedio	2,04	1,02	0,28
	Tipo de cambio fijo	-2,18	4,04	-4,86**
Factores institucionales	Balance público	-0,70***	-0,14	-0,25**
	Estado de derecho	8,50***	1,05	5,15***
	Latitud	-0,01	0,08	-0,07*
	Legislación francesa	-28,85***	-0,72	-32,60***
	Legislación germano-escandinava	-2,56	-0,61	-4,81
Variables regionales	Legislación socialista	-94,05***	-48,60***	-41,43***
	Asia Oriental y Pacífico	31,63***	-13,12	33,68***
	Europa y Asia Central	39,30***	-1,88	28,15***
	América Latina	33,76***	-17,23**	40,21***
	Otros	17,91	3,26	0,40
Observaciones		350	350	350
Número de países		25	25	25
Año – efecto fijo		SÍ	SÍ	SÍ
Región – efecto fijo		SÍ	SÍ	SÍ

Nota: *** indica significancia al 1%; **, al 5% y *, al 10%.

Entre las variables de estabilidad financiera y apertura, la volatilidad de la tasa de interés es significativa para las tres definiciones del mercado de bonos. Los controles de capital influyen en el mercado de bonos privado,

pero el efecto en los bonos del Estado no es estadísticamente significativo. Los controles de los flujos de entrada reducen el tamaño del mercado, probablemente porque desalientan la inversión internacional, y los controles de los flujos de salida lo aumentan, tal vez por la creación de una demanda cautiva. Los factores institucionales también aportan una buena parte de la explicación. El índice del Estado de derecho es significativo tanto para el mercado en su conjunto como para el segmento privado; y un origen inglés del sistema legal contribuye a alcanzar mercados más desarrollados. En general, estos resultados son similares a los de Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006).

Más allá de los hallazgos empíricos, algunas iniciativas de políticas son más difíciles de evaluar directamente dentro del marco de una regresión transnacional, pero —de todos modos— merecen ser estudiadas en los países que las han implementado. Tal vez la coordinación internacional de esfuerzos para crear y alimentar un mercado integrado de bonos en moneda local se encuentre al comienzo de la lista. Esto podría llevar a superar la pequeña escala de las economías individuales, que es un factor que impide un desarrollo más fuerte del mercado de bonos. Los esfuerzos coordinados pueden también ayudar a mejorar la infraestructura operativa del mercado y el marco legal y regulatorio de manera más rápida y eficiente. Así, la iniciativa para los mercados asiáticos de bonos merece un estudio exhaustivo en la región de América Latina y el Caribe (véase el recuadro 3.2). Es probable que el progreso logrado por los países que

Recuadro 3.2 Iniciativas multinacionales: Asia y América Latina

La iniciativa para los mercados asiáticos de bonos fue lanzada en 2002 con la finalidad de desarrollar mercados de bonos nacionales en moneda local como respuesta de políticas a los descalces de moneda y vencimientos que fueron un desencadenante de las crisis monetarias a finales de los años noventa. A ello se sumaba un segundo objetivo: promover la integración regional de los mercados de bonos, con las perspectivas de aprovechar el fuerte ahorro regional para financiar proyectos de inversión a largo plazo. Los países miembros eran los integrantes de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) + 3 (China, Japón y República de Corea).^a

La iniciativa se fortaleció en 2008 y nuevamente en 2012, con foco en la mejora de la infraestructura del mercado de bonos y las regulaciones de manera coordinada, y en proporcionar incentivos más sólidos para la demanda y la oferta de bonos en moneda local. Esto incluía la creación de un servicio de garantía de crédito regional para impulsar la calificación crediticia

(continúa en la página siguiente)

de los emisores, sobre todo aquellos del sector de infraestructura. Con apoyo del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD), el grupo ideó un sitio web con abundante información sobre los mercados asiáticos de bonos, que incluía una base de datos, documentos de investigación de políticas y un programa de asistencia técnica para los mercados menos desarrollados del grupo (BAsD, 2017).

Desde la introducción de esta iniciativa, los mercados de bonos nacionales en Asia han crecido espectacularmente. En total, en Asia emergente (República de Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Vietnam), el *stock* de bonos en circulación en moneda local creció por un factor de cinco hasta casi US\$4,3 billones. Si se incluye China en este grupo, los bonos en circulación en moneda local llegan a casi US\$20 billones. Las medidas de la liquidez del mercado —como los márgenes comprador-vendedor y los ratios de volumen del mercado— han mejorado de forma sostenida desde el comienzo de la iniciativa.

La iniciativa para los mercados asiáticos de bonos parece haber tenido menos éxito en la integración de los mercados de bonos regionales. Un fondo de inversión surgido en 2005 para crear una cartera de bonos en moneda local de diversos países y hacerla fácilmente accesible a los inversionistas regionales no atrajo demasiado el entusiasmo de los inversionistas. Los inversionistas asiáticos pueden estar interesados en una diversificación más amplia de sus carteras cuando buscan activos internacionales y puede que se centren sobre todo en los valores de Estados Unidos y Europa.

En América Latina, algunas bolsas y reguladores del mercado han debatido sobre la integración de los mercados, pero no ha surgido ninguna iniciativa. El debate incluía principalmente a los países de la Alianza del Pacífico y a Brasil. Los esfuerzos se estancaron porque ni inversionistas ni prestamistas mostraron demasiado interés. Parte de esa falta de interés tiene que ver con la presencia de inversionistas que compran y retienen sin ver el valor de los bonos que serían negociados en bolsa y más líquidos. Sin embargo, quizá se estén abriendo nuevos caminos para promover la integración de los mercados de bonos. Algunos países, especialmente Colombia, están patrocinando fondos cotizados en bolsa (ETF, por sus siglas en inglés) de sus bonos del Estado. Los ETF se comercializan en los mercados de valores, ofrecen una liquidez más alta y diversificación en diferentes vencimientos, y pueden atraer a inversionistas minoristas y extranjeros. Los bonos del Estado ETF podrían estar sujetos al régimen del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)^b en los países de la Alianza del Pacífico, y ser negociados sin problemas en los cuatro mercados. Este podría ser un primer paso hacia la integración de los mercados de bonos nacionales en toda la región.

^a La Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) está formada por los 10 países de Asia Sudoriental, a saber: Brunéi, Camboya, Filipinas, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Singapur, Tailandia y Vietnam.

^b Comprende los mercados bursátiles de Chile, Colombia, México y Perú.

participan de esta iniciativa sea un motivo que explique el gran impulso positivo proporcionado por la variable ficticia de las economías asiáticas en el estudio econométrico. Otra iniciativa de políticas que debería analizarse es el enfoque de ofrecer incentivos atractivos (pero temporales) para comenzar y desarrollar un mercado, y contribuir a superar las fallas de coordinación e información que suelen impedir la adopción de un instrumento financiero nuevo. Un ejemplo válido en este sentido es el de los bonos de infraestructura de Brasil.

Inversionistas extranjeros: un arma de doble filo en los mercados nacionales de deuda

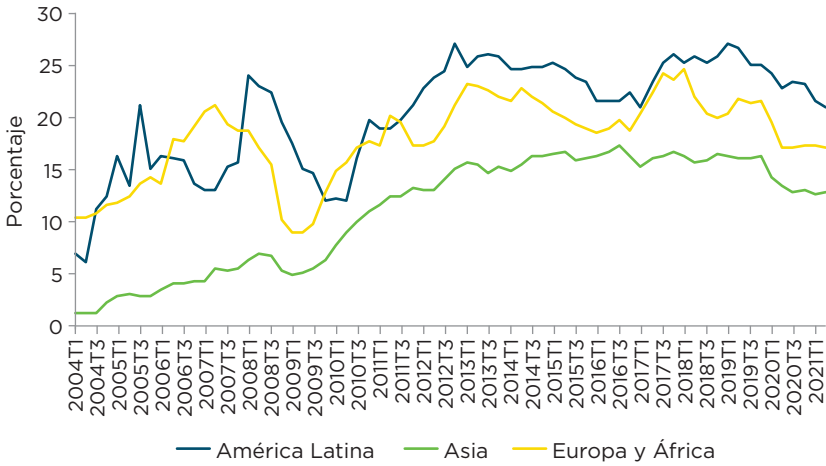
La escasez de ahorro interno significa que un país típico de América Latina y el Caribe debe importar capital del resto del mundo para financiar los déficits fiscales y la inversión privada. Sin embargo, la dependencia de los flujos de capital extranjero comporta algunos riesgos. En particular, los economistas y los responsables de las políticas se han centrado en la denominación de la moneda extranjera de las deudas de las economías de América Latina y el Caribe como un factor que aumenta la vulnerabilidad ante las crisis.

A lo largo de los últimos 10 a 15 años, las economías de América Latina parecen haber reducido sus vulnerabilidades a medida que fueron atrayendo más inversionistas internacionales a los instrumentos de deuda en moneda local, principalmente a través de los mercados nacionales de deuda. El fenómeno no ha sido exclusivo de la región. Las tenencias de instrumentos soberanos en moneda local por parte de los inversionistas internacionales aumentaron en tres agrupaciones regionales entre 2004 y 2021 (gráfico 3.11).¹⁵

Varios factores pueden haber contribuido a la tendencia al alza. En un nivel fundamental, los marcos monetarios y de tipo de cambio se fortalecieron cuando muchos países adoptaron tipos de cambio flotantes y metas de inflación, lo que redujo las tasas de inflación y la vulnerabilidad ante las crisis cambiarias. Las bajas tasas de interés de las economías avanzadas en el período posterior a la crisis financiera global ampliaron los diferenciales de los intereses a favor de las monedas locales. A medida que el mercado nacional de bonos fue creciendo en tamaño y liquidez, los instrumentos en moneda local se volvieron más atractivos y diferenciados a

¹⁵ La tendencia al alza se ha producido en los últimos tiempos, a medida que los shocks globales, incluida la pandemia de COVID-19, han inducido algunos sesgos nacionales en las inversiones; sin embargo, la participación extranjera se mantiene por encima de los niveles de 2010 en todas las regiones.

Gráfico 3.11 Participación extranjera en los bonos en moneda local



Fuente: Arslanalp y Tsuda (2014) y actualizaciones.

Nota: Promedios simples.

los ojos de muchos inversionistas internacionales. Además, algunos países realizaron esfuerzos concertados para facilitar el acceso a instrumentos en moneda local para los inversionistas extranjeros como parte de una estrategia para desdolarizar su deuda pública. Uruguay ha sido uno de esos casos (véase el recuadro 3.3).

Recuadro 3.3 Uruguay: el camino a la desdolarización de la deuda pública

La reducción de la dolarización ha sido un objetivo de largo plazo de la gestión de la deuda en Uruguay. Las depreciaciones del tipo de cambio tienden a producirse en momentos de menor crecimiento, cuando los ingresos fiscales del gobierno se reducen, lo cual exacerba las presiones fiscales y financieras. En el momento de la crisis de 2002, el 96% de la deuda pública uruguaya estaba denominado en dólares de Estados Unidos. Desde aquellos años, Uruguay ha reducido de forma notable su deuda en dólares, y una continuación de la desdolarización cosecharía aún más beneficios, reduciría los riesgos y mejoraría la efectividad de la política monetaria. Suponiendo que no habrá ningún cambio en la deuda soberana total, la desdolarización requiere emitir mayores cantidades de deuda denominada en pesos, ya sea en los mercados locales o en el ámbito internacional. En el caso de Uruguay, la jurisdicción de la emisión tiene varias implicaciones importantes, tanto para el gobierno como para los inversionistas:

(continúa en la página siguiente)

- Los bonos globales de Uruguay se saldan en dólares de Estados Unidos y los inversionistas pueden usar un repositorio internacional de valores (como Euroclear) para fines de compensación, custodia y liquidación. Ciertas características deseables disminuyen los costos de transacción para los inversionistas.
- Puede que los bonos globales requieran un tamaño mínimo relativamente grande (al menos US\$500 millones), lo que implica algunos riesgos de ejecución para el soberano. Las emisiones nacionales pueden ser considerablemente más pequeñas, pero se pueden ofrecer con mucha mayor frecuencia. Esto contribuye a gestionar la liquidez en el mercado secundario.
- Los bonos globales tienen más probabilidades de ser incluidos en índices como el Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM), de J.P. Morgan, que atrae inversiones de inversionistas de referencia que focalizan el rendimiento del índice. En el GBI-EM también se pueden incluir los bonos nacionales, pero quizá sea difícil que se cumplan las condiciones de tamaño y liquidez para ello.
- Los bonos globales están sujetos a leyes y regulaciones de las jurisdicciones pertinentes donde son emitidos, como la ley de Nueva York, que aumenta los costos potenciales de litigación y la incertidumbre para el gobierno, pero puede transmitir la percepción de menor riesgo para los inversionistas.

En conjunto, los gobiernos pueden ver las ventajas de emitir bajo la jurisdicción nacional, mientras que para los inversionistas las ventajas e inconvenientes podrían reducirse al nivel de rendimientos esperados netos de costos de transacción, incluyendo los márgenes del tipo de cambio y la percepción de riesgos.

Una medida temprana en el camino de la desdolarización de la deuda soberana en Uruguay consistió en introducir, en el mercado internacional, instrumentos de deuda denominados en unidades indexadas (UI), que están vinculadas al índice de precios al consumidor del país. La UI fue una denominación adecuada para reducir las inquietudes a propósito de una rápida depreciación del peso uruguayo en un momento en que la inflación todavía estaba alta y el marco monetario se hallaba en transición. El primer bono global denominado en UI tenía un vencimiento de 12 años y una tasa de interés del 5% (real). El segundo, emitido en 2007, tenía un vencimiento de 30 años. Estos vencimientos largos contrastaban con aquellos predominantes en el mercado nacional. La demanda del mercado nacional está dominada por los fondos de pensiones (AFAP) y las compañías de seguros, que normalmente son reacias a invertir en vencimientos largos.

La inflación más baja y un marco monetario más fuerte permitieron que, en 2017, el gobierno emitiera bonos denominados en pesos en los mercados internacionales sin indexación. La curva de rendimiento del peso en los bonos globales se amplió a 10 años. El vencimiento de los bonos en pesos ha tendido a ser más corto, pero la curva de rendimiento internacional se conecta con la local con escasa discontinuidad.

(continúa en la página siguiente)

En 2021, Uruguay siguió ampliando el alcance de los bonos del Estado denominados en pesos que se colocan con inversionistas extranjeros ofreciendo una nota del Tesoro según la legislación nacional a la que dichos inversionistas pueden acceder mediante notas vinculadas al crédito (CLN, por sus siglas en inglés). En este caso, se trata de una nota global de depositario (GDN, por sus siglas en inglés, de acuerdo con el nombre de marca ofrecido por Citibank). Bajo esta estructura, el banco comercial compra los bonos en Uruguay y los usa para respaldar la emisión de GDN a los inversionistas. Los GDN se saldan en dólares de Estados Unidos y disfrutan de compensación, custodia y liquidación de los depositarios internacionales. En otros países, como Chile y Perú, las CLN o los GDN fueron la primera etapa para atraer a inversionistas extranjeros hasta que la estructura de mercado se ajustó para crear un puente a los depositarios internacionales.¹⁶ Este tipo de puente, no obstante, puede tardar un tiempo, porque requiere cambios en las leyes y regulaciones.

¹⁶ Véase Velandia y Secunho (2020).

La mayor participación de los inversionistas extranjeros mediante instrumentos de deuda en moneda local reduce los riesgos que nacen de la volatilidad financiera internacional, pero no los elimina.¹⁶ Por ejemplo, debido a la COVID-19, los inversionistas internacionales recortaron sus posiciones en bonos emergentes en moneda local a nivel mundial, lo cual tuvo como resultado diferenciales más altos, salida de capitales y una presión a la depreciación en los tipos de cambio.

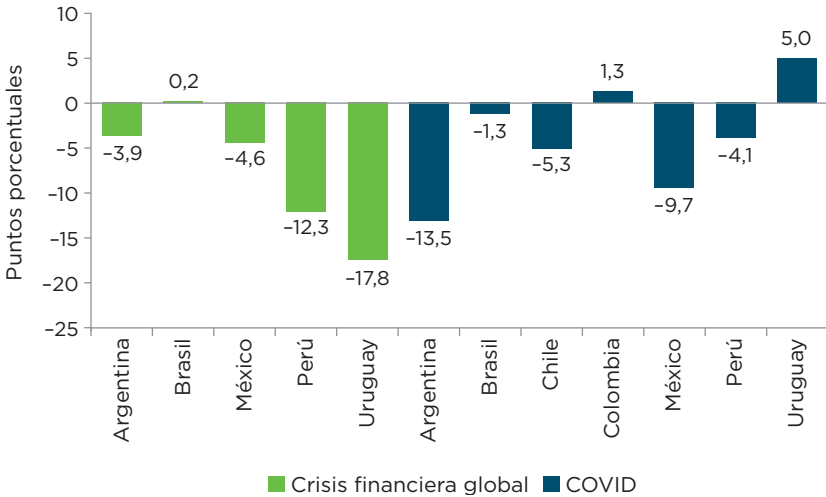
En 2018, el BIS aplicó una encuesta a los inversionistas a propósito del efecto previsto de un aumento del 10% en el porcentaje de tenencias de inversionistas extranjeros en las economías emergentes. Cerca del 80% de los participantes pensaba que los rendimientos bajarían; el 84%, que aumentaría la emisión corporativa; el 65%, que se extenderían los vencimientos para los bonos nuevos, y el 86%, que la liquidez del mercado se incrementaría. Sin embargo, el 52% de los participantes consideraba que el aumento provocaría una mayor volatilidad, y la misma proporción preveía una mayor volatilidad del tipo de cambio.¹⁷

Los datos en torno a los episodios de turbulencia internacional parecen coincidir con una visión de pros y contras acerca de la mayor participación de los inversionistas extranjeros en los mercados nacionales de deuda. El gráfico 3.12 refleja el cambio en el porcentaje de tenencias de deuda soberana en moneda local por parte de los inversionistas extranjeros justo antes

¹⁶ Véase Carstens y Shin (2019) sobre el efecto del “pecado original redux”.

¹⁷ Véase BIS (2019).

Gráfico 3.12 Cambio en el porcentaje de deuda en moneda local de inversionistas extranjeros



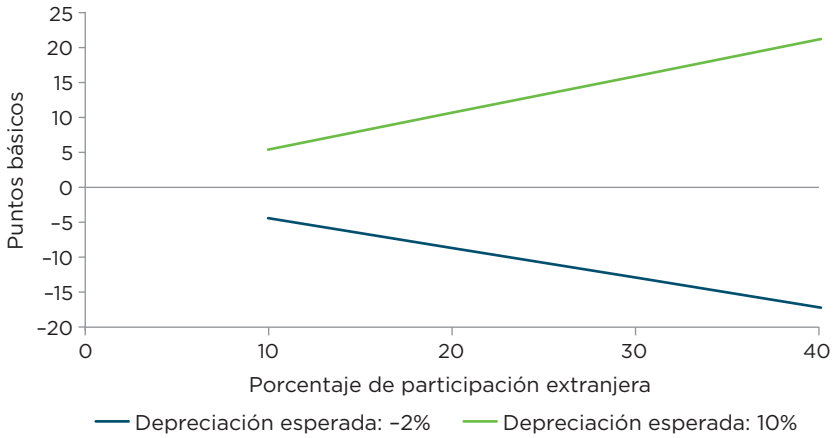
Fuente: Arslanalp y Tsuda (2014) y actualizaciones.

Nota: Crisis financiera global, 3.er trimestre de 2008 al 3.er trimestre de 2009. COVID-19: 2.do trimestre de 2019 al 4.to trimestre de 2021.

de producirse un shock global y justo después. Los dos episodios incluidos en el gráfico son la crisis financiera global y la pandemia de COVID-19 que se desató a comienzos de 2020 y seguía en las fechas de finales de esta muestra (mediados de 2021). Si bien el efecto es desigual entre los países, se observa un repliegue significativo de los inversionistas extranjeros durante ambos episodios.

El modelo econométrico utilizado para continuar investigando este efecto sigue a Ho (2019), que analizó cómo los inversionistas extranjeros que responden a la incertidumbre magnifican el efecto de los shocks globales en los instrumentos en moneda local en una muestra de economías de Asia Oriental. Ho (2019) observa que la sensibilidad de los inversionistas extranjeros ante las expectativas de depreciación de la moneda local tiene un efecto importante. La situación presenta una espada de doble filo: una mayor proporción de tenencias extranjeras rebaja las tasas de interés en los instrumentos de moneda local porque aumenta la demanda y la liquidez bajo circunstancias normales, pero cuando las expectativas de depreciación son elevadas, el efecto es el inverso, y una proporción mayor de tenencias extranjeras tiene como resultado tasas de interés locales más altas. Como a los inversionistas internacionales les interesa el rendimiento medido en dólares de Estados Unidos, una depreciación de la moneda local les afectaría con especial dureza.

Gráfico 3.13 Aumento de los diferenciales de la tasa de interés con la depreciación esperada de la moneda



Fuente: Baumann Fonay (2022).

El modelo econométrico aquí presentado mide el impacto de la proporción de las tenencias de los inversionistas extranjeros de deuda pública en moneda local en siete países de América Latina para los cuales hay datos disponibles. Mediante una interacción de las variables explicativas, la especificación busca un efecto de “espada de doble filo”.¹⁸

Los resultados para América Latina coinciden con los de Asia Oriental. El gráfico 3.13 permite observar que, ante la expectativa de una apreciación del tipo de cambio, cuanto mayor sea el nivel de participación extranjera en el mercado, menor será el diferencial de los bonos en moneda local. En cambio, cuando se espera una depreciación, un nivel más elevado de participación extranjera tiene como resultado diferenciales más grandes de los rendimientos en moneda local.¹⁹

El camino por recorrer

Los mercados de bonos nacionales en América Latina y el Caribe han recorrido una larga senda desde los años noventa, pero aún quedan importantes retos. Si bien hay una clara comprensión de los requisitos operativos

¹⁸ Para todos los detalles, véase Baumann Fonay (2022).

¹⁹ El efecto es mayor cuando la depreciación prevista se halla entre los niveles más altos registrados en la muestra; el gráfico 3.13 presenta el caso en que la depreciación prevista se sitúa en el percentil más alto de la distribución de la muestra de la variable de depreciación prevista.

e institucionales, tal y como se describen en los seis elementos básicos de la orientación FMI-Banco Mundial, estos solo son componentes de mercados bien desarrollados. Los países no tienen un plano bien definido y universal que seguir para crear y desarrollar mercados de bonos. La creación de mercados, en particular, puede surgir de diferentes maneras. Un valor puede lograr un mercado robusto después de décadas de extensa intervención del gobierno, como el mercado de valores respaldados por hipotecas en Estados Unidos. Sin embargo, los segmentos más grandes del mercado han sido el resultado de la visión personal y también de grandes apuestas financieras de personas, como el mercado de bonos de alto rendimiento, o bonos basura, e incluso las criptomonedas.²⁰ Los motivos han sido estudiados también a nivel teórico.²¹ Hay un número infinito de valores posibles para compartir riesgo de diferentes maneras, y establecer un mercado para cualquiera de ellos requiere una acción concertada de muchas partes interesadas y puede implicar grandes riesgos para los primeros que adopten un valor nuevo.

Sin embargo, cuando se diseña una estrategia para el desarrollo del mercado nacional de bonos, es posible aplicar enseñanzas útiles. Por ejemplo, existe un amplio acuerdo acerca de las condiciones favorables que apoyan los mercados de bonos saludables. La más importante de todas ellas es la estabilidad macroeconómica, sumada a un sólido sistema legal y a un grado suficiente de liberalización financiera. Hace tiempo que se entiende que un sólido marco de política macroeconómica, con baja inflación, una política creíble del Banco Central y un mercado cambiario estable, constituye un fundamento esencial para los mercados financieros en general. La fortaleza y la ecuanimidad del sistema legal y la medida en que se supervisa rigurosamente el cumplimiento de las leyes son elementos indispensables para llevar tranquilidad a inversionistas y empresas, e impulsarlos a participar en los mercados de bonos. Además, los mercados tienen que estar suficientemente libres de “represión financiera” para atraer la participación y canalizar el financiamiento hacia los usos más rentables. Hay abundantes ejemplos de países que utilizan regulaciones o la “persuasión moral” para obligar a los bancos y a los fondos de pensiones a tener deuda pública. Si bien esta estrategia puede contribuir a cubrir las necesidades financieras del gobierno en una situación difícil, a largo plazo puede aumentar la tentación de recurrir a un financiamiento inflacionario y perjudica las posibilidades de desarrollar mercados de bonos saludables y fiables.²² Una vez más, el progreso ha sido desigual en la región en estos ámbitos.

²⁰ Véase Borensztein y Mauro (2004).

²¹ Véase Allen y Gale (1994).

²² Véase Panizza y Taddei (2020).

El análisis empírico sugiere que los indicadores de estabilidad financiera, la apertura de la economía y la fortaleza del marco legal e institucional desempeñan un papel preponderante para explicar las diferencias en el desarrollo del mercado de bonos en distintos países y a lo largo del tiempo. Sin embargo, los indicadores de la escala de la economía y el grado de desarrollo económico son igualmente importantes para explicar el tamaño del mercado de bonos. La influencia de estos factores disminuye a medida que las economías se vuelven más grandes y más ricas, pero sigue siendo fuerte para el típico país de América Latina y el Caribe. Esto crea desafíos para los mercados más pequeños de la región y las economías relativamente menos avanzadas, ya que estas condiciones no pueden modificarse o solo pueden cambiar lentamente a lo largo del tiempo.

Estas dificultades sugieren que la cooperación regional y la integración de los mercados de bonos podrían arrojar grandes beneficios. El ejemplo de la exitosa iniciativa para los mercados asiáticos de bonos debería examinarse cuidadosamente, a pesar de las enormes diferencias que existen entre las dos regiones. Además, los foros internacionales como el G20 expresan un apoyo generalizado a este tipo de iniciativas. Con un componente de asistencia técnica, los beneficios de una iniciativa regional también llegarían a los países que se enfrentan a obstáculos mayores y cuyos avances hacia el desarrollo de mercados de bonos quedan demorados. Quizá medidas más reducidas en aras de la cooperación podrían allanar el camino para una integración en toda regla más tarde. El programa de armonización del mercado de deuda en Centroamérica vale como ejemplo de una primera medida prometedora.

Otra manera de impulsar el desarrollo del mercado en las economías rezagadas consiste en atraer una mayor participación de inversionistas internacionales que hayan mostrado un creciente apetito por los instrumentos en moneda local. Cabe prestar atención a la estrategia seguida por Uruguay (detallada en el recuadro 3.3), que consistió en moverse gradualmente a través de diferentes tipos de instrumentos y de acuerdos de custodia y liquidación, y ofrece una experiencia útil. Sin embargo, aumentar el porcentaje de la deuda en moneda local no asegura tenencias estables de los inversionistas extranjeros, como se vio durante la crisis de la COVID, por ejemplo. Intentar atraer a dichos inversionistas a los mercados de bonos nacionales tiene sentido, aunque no debe ignorarse la pregunta acerca de cuáles son las salvaguardias aconsejables, una cuestión que merece mayor análisis.

Si bien las lecciones aprendidas proporcionan orientación a los responsables de las políticas, los países deben encontrar su propia manera de avanzar. El desarrollo de los mercados de bonos puede requerir un

empujón extra de parte de los responsables de las políticas, es decir, una política más proactiva. El ejemplo de los bonos de infraestructura de Brasil (tratados en el recuadro 3.1) es uno de estos casos. Los incentivos fiscales han demostrado ser efectivos para impulsar el mercado, pero quedan una serie de decisiones difíciles: ¿cuándo es el momento correcto para eliminar los incentivos? ¿Y cómo debería hacerse esto para evitar que el dinamismo del mercado se apague?

Innovaciones como la emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles (GSS, por sus siglas en inglés) pueden proporcionar otro impulso para desarrollar mercados de bonos nacionales. Estos valores son certificados para cumplir con objetivos ambientales y sociales, y resultan atractivos para muchos inversionistas, como los fondos de inversión con objetivos GSS explícitos. Chile, en particular, ha aprovechado la fuerte demanda internacional para este tipo de valores en 2019 y 2020, y ha emitido bonos GSS al nivel de deuda soberana; Colombia, México y Perú también han aprovechado este mercado (Gautam, Goel y Natalucci, 2022). Si bien la amplia mayoría de las emisiones de bonos GSS hasta la fecha está denominada en dólares de Estados Unidos, las monedas de estos instrumentos se han vuelto cada vez más diversificadas. Muchos bonos emitidos por el sector privado en Brasil con una etiqueta GSS, por ejemplo, están denominados en moneda local.²³ Todavía está por verse si se trata de una moda pasajera o si es una innovación financiera exitosa.

Por último, aunque el resurgimiento de los mercados de deuda pública en moneda local ha fortalecido la resiliencia financiera, los gobiernos no deberían suponer que los mercados nacionales de deuda solucionan todos los problemas. Lo que deben hacer es seguir aplicando políticas monetarias y fiscales sólidas, proporcionar un marco para que las diferentes partes interesadas trabajen juntas a fin de crear mercados, y aprovechar la cooperación internacional constructiva. Entonces, los beneficios de mercados nacionales más profundos podrán consolidarse y extenderse por toda la región.

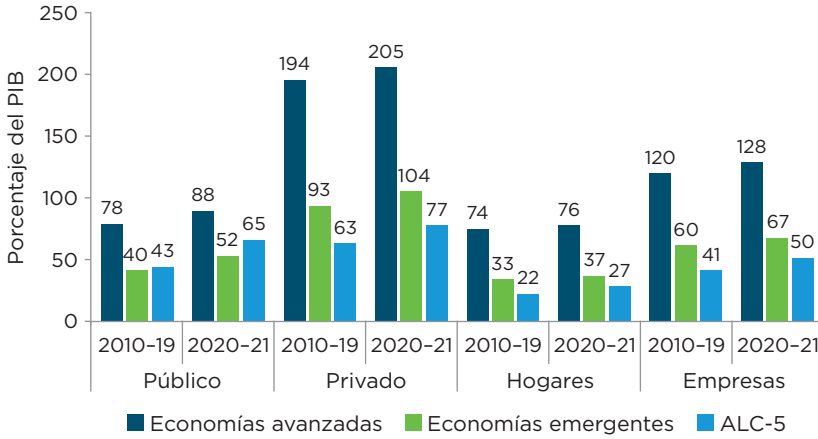
²³ Véase la Iniciativa de Bonos Climáticos (2021).

Un análisis para entender el aumento de la deuda

El aumento reciente de la deuda a nivel mundial es objeto de una seria preocupación. En efecto, en los últimos 13 años (2009–21), la deuda global se incrementó en 44 puntos porcentuales del producto interno bruto (PIB). La deuda pública aumentó en 25 puntos porcentuales del PIB, mientras que la deuda privada creció 19 puntos porcentuales.¹ Durante la crisis de la COVID-19, los gobiernos adoptaron una política fiscal expansiva sin precedentes para amortiguar el declive económico. Actualmente, encaran el desafío de retirar de manera progresiva los estímulos e intentar minimizar el impacto en el crecimiento, a la vez que se enfrentan a disrupciones persistentes en la cadena de suministro, una inflación global en alza, condiciones financieras más estrictas y problemas relacionados con la seguridad internacional.

Los niveles de la deuda en América Latina y el Caribe se han elevado en las últimas décadas. Tanto los hogares como las empresas y los gobiernos de la región han asumido un mayor endeudamiento. Mientras que los hogares se endeudan para facilitar el consumo, las firmas tienen que financiar la inversión y el capital de trabajo para apoyar la producción. Los gobiernos se endeudan para financiar la inversión y aplicar políticas fiscales contracíclicas. Aun así, un rápido aumento de los niveles de deuda sin un incremento correspondiente de la capacidad de generar ingresos fiscales presentes y futuros puede causar problemas de liquidez y de solvencia (véanse el capítulo 5 sobre la sostenibilidad de la deuda pública, y los capítulos 8 y 11 sobre los problemas de sobreendeudamiento público y privado). Una deuda elevada también expone a los agentes económicos a riesgos asociados con la volatilidad del precio de los activos, lo que provoca inestabilidad macroeconómica.

¹ Cálculos del equipo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) efectuados a partir de la base de datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) sobre el crédito al sector no financiero: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.

Gráfico 4.1 La suba de la deuda pública y privada en distintos países

Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de la base de datos del BIS.

Nota: Los promedios se calcularon para el segundo trimestre del año respectivo. Hay 27 economías avanzadas y 11 economías emergentes (que excluyen a América Latina y el Caribe). ALC-5: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

El gráfico 4.1 ilustra el incremento de la deuda de los hogares, de las empresas y del gobierno general en todo el mundo. Los niveles de la deuda soberana y privada tienden a ser más altos en las economías avanzadas, un patrón que se reforzó durante la pandemia. En términos comparativos, los países de América Latina y el Caribe tuvieron niveles de deuda ligeramente más bajos, que luego aumentaron a un ritmo menor que en otras economías emergentes. En términos relativos, la deuda pública de la región es más elevada cuando se la compara con otras economías emergentes.

Es importante comprender la fuente del aumento de la deuda con el fin de diseñar una estrategia para gestionar los niveles de deuda; por otro lado, saber si los niveles de deuda deprimen la inversión y el crecimiento (sobreendeudamiento) y si los actuales niveles de deuda son sostenibles resulta crucial para determinar la urgencia de la reducción de la deuda.

Un retrato de la deuda en América Latina y el Caribe

La deuda pública, privada y de los hogares tienen dinámicas diferentes. La deuda pública (también llamada deuda soberana) ha aumentado en sucesivas olas, con picos en cada una de ellas. La descomposición de estos picos revela los principales motores del incremento de la deuda. Por ejemplo, la pandemia de la COVID-19 provocó una suba considerable para sostener

paquetes fiscales excepcionales destinados a proporcionar transferencias a los hogares, liquidez a las firmas y exenciones fiscales. La deuda de las empresas había aumentado antes de la pandemia, pero la COVID-19 provocó otro fuerte incremento para facilitar la liquidez en un momento de bajas tasas de interés. La deuda de los hogares también subió durante la pandemia, pero se mantiene relativamente baja en la región en comparación con otros países de ingresos medios y altos.

Las olas de la deuda soberana en América Latina y el Caribe

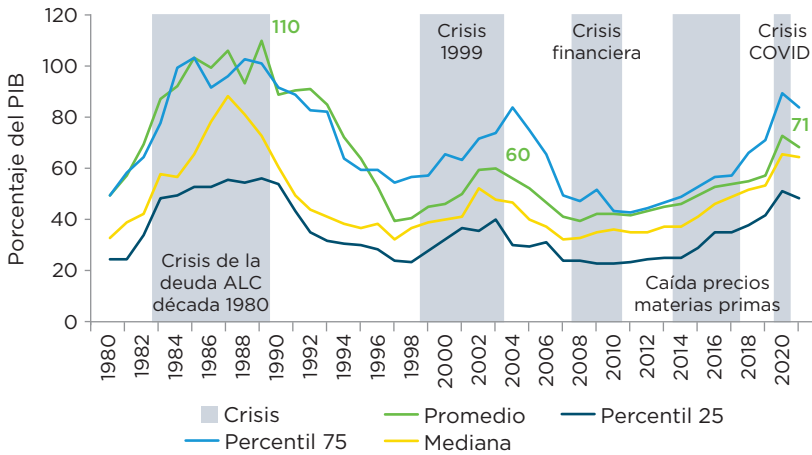
La deuda de la región ha aumentado en tres olas distintas a partir de 1980.² La primera se extiende desde 1980 hasta 1995, e incluye la década perdida de 1980 y la crisis del Tequila de 1994–95. La segunda comenzó a finales de 1996 y abarcó las crisis económicas de finales de los años noventa y comienzos de la década de 2000. Por último, la tercera se inició con la crisis financiera global de 2007–08, e incluye el desplome de los precios de las materias primas en 2014, y la crisis sanitaria y económica desatada por la pandemia de la COVID-19 en 2020.

Ola número uno: la década perdida, con una pizca de tequila

Después de una década de crecimiento sostenido, abundante liquidez y bajas tasas de interés, el aumento de los precios del petróleo en 1973 y en 1979 generó un incremento de la inflación en las economías importadoras de petróleo. Como respuesta, la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó la tasa de los fondos federales, dando lugar a un dólar más fuerte, tasas globales de interés más altas y costos más elevados para los préstamos en las economías emergentes. Además, los precios de las materias primas se desplomaron a comienzos de los años ochenta, lo cual debilitó la demanda de exportaciones y provocó un brusco deterioro de los términos de intercambio (Powell, 1989; Kose et al., 2021).

Los países de la región, sobre todo aquellos con altos déficits fiscales cuando los mercados internacionales disponían de abundante liquidez, empezaron a tener problemas de sostenibilidad de la deuda (BID, 2007). El desencadenante de la crisis se produjo en agosto de 1982, cuando México dejó de pagar su deuda. La crisis se extendió rápidamente a otros países y generó una depreciación considerable de los tipos de cambio; como la mayoría de las deudas estaban denominadas en dólares de Estados Unidos, la depreciación real aumentó los ratios de deuda en más

² Véase Kose et al. (2021) para un análisis más general de las olas de la deuda.

Gráfico 4.2 Deuda bruta del gobierno general en América Latina y el Caribe

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en FMI (2022).

Nota: América Latina y el Caribe incluye todos los países miembros prestatarios del Banco menos Venezuela.

de 20 puntos porcentuales del PIB.³ Al mismo tiempo, los déficits fiscales subieron hasta alcanzar un promedio del 2,5% del PIB entre 1987 y 1989. Los déficits fiscales generales aumentaron los ratios de deuda/PIB en 3 puntos porcentuales del PIB, mientras que el crecimiento —pequeño, pero positivo— redujo el ratio en 7 puntos porcentuales (véase Valencia et al., de próxima publicación a). En estas circunstancias, muchos países debieron lidiar con los ajustes fiscales y de las cuentas externas y la inflación escaló, en algunos casos a niveles de hiperinflación. Los ratios de deuda aumentaron de un promedio del 57% del PIB en 1980 a un máximo del 110% en 1989 (gráfico 4.2).⁴ A lo largo de la década de 1980, unos 56 países cayeron en impago, 21 de los cuales correspondían a América Latina y el Caribe (Caselli et al., 2021).

En 1989 se lanzó el Plan Brady, para abordar la crisis de la deuda. Comprendía ofrecer bonos para reemplazar los préstamos bancarios (véase el capítulo 10 para más información sobre la reestructuración de la deuda).

³ En los años setenta, los préstamos bancarios tendían a ser de corto o mediano plazo, con tasas de interés variables y denominados en dólares de Estados Unidos, de modo que los países prestamistas asumían riesgos tanto de moneda como de tasa de interés. Véanse el capítulo 10 y BID (2007) para un debate más extenso sobre el tema.

⁴ Para una definición de la deuda empleada en este análisis, véase Valencia et al. (de próxima publicación a) y el debate sobre la sostenibilidad de la deuda en el capítulo 5.

México fue el primer país en implementar el plan en 1989.⁵ El programa hizo aumentar la confianza de los acreedores internacionales y contribuyó al crecimiento de los mercados internacionales de capitales (Cline, 1995; Dooley, Fernández-Arias y Kletzer, 1996) y un retorno al financiamiento de bonos para los países de América Latina (BID, 2007). Como parte de un paquete integral de reformas conocido como el Consenso de Washington (Williamson, 2005), muchos países liberalizaron las cuentas corrientes y de capital en ese momento (Catão y Sutton, 2002), y la reducción de la presión fiscal permitió un cambio hacia una mayor independencia de los bancos centrales (Kose et al., 2021).

La liberalización del mercado financiero y la apertura de cuentas de capital en varias economías avanzadas en los años ochenta y noventa también permitió que fluyera más capital a las economías emergentes.⁶ A partir del mercado puesto en marcha por el Plan Brady, los años noventa también significaron un mayor uso de los bonos soberanos para fines de financiamiento del presupuesto general. Un crecimiento más lento y tasas de interés más bajas en Estados Unidos alentaron a los inversionistas a buscar rendimientos más elevados, lo cual elevó la demanda de bonos de países emergentes por parte de los inversionistas de Estados Unidos. Algunos países emitieron montos más grandes de deuda en dólares de vencimiento corto, también en sus jurisdicciones, creyendo que los riesgos de refinanciamiento estaban contenidos. México sufrió un ataque especulativo contra los llamados Tesobonos y el peso, que eventualmente escaló hasta conformar en 1994 una crisis monetaria en toda regla,⁷ y requirió ayuda de Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional (FMI) (Laeven y Valencia, 2018).⁸

⁵ Los préstamos existentes se podían canjear por tres opciones: bonos de reducción de la deuda, bonos a 30 años a valor total con una tasa de interés considerablemente por debajo del mercado, o nuevos préstamos por un valor igual al 25% de su exposición existente a lo largo de tres años (Cline, 1995).

⁶ Las economías avanzadas comenzaron a liberalizar los mercados de capital en los años ochenta y siguieron en los noventa. Las economías emergentes fundamentalmente se liberalizaron en los años noventa, pero no en la misma medida que las economías avanzadas (Prasad et al., 2003).

⁷ A comienzos de 1994, cuando el gobierno se proponía defender el peso, las reservas disminuyeron rápidamente. En diciembre, el Banco Central anunció una devaluación del peso del 15%, que tuvo como resultado un aumento de la fuga de capitales. México abandonó su tipo de cambio a finales de diciembre de 1994, permitiendo que la moneda flotara, lo que fue seguido de otra depreciación del 15%. El producto interno bruto (PIB) de México cayó un 6,2% en 1995, mientras que la inflación escaló hasta el 35%.

⁸ Del paquete de ayudas de US\$50.000 millones, US\$20.000 millones provenían de Estados Unidos, que obtuvo un beneficio de US\$500 millones con el acuerdo (Greenspan, 2007).

Argentina fue el otro país más afectado por la crisis de México. El frenazo de los flujos de capital, agravado por las debilidades del sistema financiero nacional, desató una retirada masiva de los depósitos bancarios.⁹ El acuerdo de junta monetaria aseguró un respaldo de la base monetaria con reservas, pero esas reservas, más la liquidez propiedad de los bancos en otros lugares, eran considerablemente menos que los depósitos totales.¹⁰ Los requisitos de reservas eran altos en los depósitos a la vista, pero la mayor parte de la retirada se debió a depósitos a plazo de alto valor. Las crisis bancarias acabaron con una reducción de la incertidumbre política después de las elecciones presidenciales de marzo de 1995 y un acuerdo con el FMI que proporcionó confianza y liquidez adicional. A lo largo de los meses siguientes, más de 70 entidades financieras cerraron o resolvieron de alguna manera. El PIB de Argentina cayó bruscamente (un 2,8% en 1995), pero se recuperó con relativa rapidez, y creció un 5,5% en 1996.

En medio de la reestructuración de la deuda del Plan Brady, Brasil también sufrió el impacto negativo de la crisis mexicana. En febrero de 1994, el gobierno anunció el programa de estabilización del real para controlar la espiral de inflación. Esta disminuyó del 50% mensual en junio a menos del 2% en el cuarto trimestre, y el capital privado comenzó a volver (Boughton, 2012). Durante el resto de la década, Brasil exhibió tasas de crecimiento superiores al 3%.

Otros países de la región siguieron registrando superávits primarios cercanos al 2%, tasas de inflación en retroceso y tasas de crecimiento del PIB del 4% al año, en promedio. Estos factores redujeron la deuda del 85% en 1990 al 42% del PIB, en promedio, en 1997 (véase Valencia et al., 2022).¹¹

La segunda ola: contagios y materias primas

En 1997, varios países asiáticos tenían préstamos externos de corto plazo excesivos y déficits importantes de la cuenta corriente. Como resultado, en julio de dicho año, el gobierno de Tailandia se manifestó incapaz de

⁹ D'Amato, Grubisic y Powell (1997) y Powell (2021) ofrecen observaciones sobre el tema.

¹⁰ La Ley de Convertibilidad del Austral, o "Ley de Convertibilidad", ataba la moneda argentina al dólar de Estados Unidos (inicialmente en 10.000 a 1 y luego en un peso nuevo equivalente a US\$1 entre 1991 y 2002). La Ley también requería respaldar la base monetaria con reservas internacionales, que en la práctica aumentaron a lo largo del tiempo y eventualmente superaron el 100%. La crisis mexicana provocó la adopción de una "política de liquidez sistémica", y la liquidez adicional creada bajo ese programa ayudó a Argentina a sobrevivir una serie de crisis bancarias antes de eventualmente abandonar la convertibilidad a finales de 2001 (véase Powell, 2021).

¹¹ Los factores asociados con las reducciones de la deuda soberana se analizan en el capítulo 8.

sostener su moneda y abandonó su sistema de cambio, lo cual desató la crisis financiera asiática que rápidamente se extendió a Indonesia, República de Corea, Malasia y Filipinas.¹² A la crisis financiera en Asia le siguió en 1998 el impago de Rusia y en 2001 una crisis en Turquía. Los efectos, particularmente del impago de Rusia, se cobraron su precio en los flujos de capital y en los precios de las materias primas, lo cual tuvo un impacto en muchos países de América Latina y el Caribe. Las debilidades internas de Brasil (1998), Colombia (1999) y Ecuador (2000) exacerbaron la situación.¹³ Argentina cayó en una gran crisis en los meses finales de 2001 e iniciales de 2002, lo cual significó el final de la convertibilidad, una maxidevaluación y el impago de su deuda soberana. Esto luego impactó en Uruguay, que reestructuró su deuda pública y adoptó un programa del FMI; Brasil también sufrió una crisis, que se vio aliviada por un fuerte paquete de rescate del FMI. En el punto culminante de estas crisis, el crecimiento económico promedio de la región se situó por debajo del 2% en 2001 y 2002. Entre 1997 y 2003, la depreciación real en la región afectó la valoración de la deuda en moneda extranjera y los pagos de intereses y, hacia 2003, la deuda había aumentado hasta el 60%.¹⁴

El auge de las materias primas que tuvo lugar entre 2000 y 2014, impulsado por el crecimiento excepcional de China, generó mayor crecimiento económico y superávit fiscal.¹⁵ Entre 2004 y 2008, la región obtuvo superávits primarios cercanos al 2% del PIB. La deuda disminuyó del 60% del PIB en 2003 al 40% en 2008. Las tasas de crecimiento relativamente altas (un promedio del 4,7% para la región) y las tasas de inflación (de aproximadamente el 7,5% al año) contribuyeron a reducir el ratio deuda/PIB.

¹² A pesar de una intervención considerable de las autoridades monetarias, estos países experimentaron fuertes depreciaciones de la moneda (Kawai, Newfarmer y Schmukler, 2005). Las empresas fueron incapaces de financiar los pagos de la deuda en moneda extranjera, lo que tuvo como resultado grandes pérdidas de los préstamos para los bancos y desató crisis bancarias.

¹³ Antes de sus respectivas crisis, Brasil estaba atravesando una crisis bancaria (Ayres et al., 2019); Colombia tenía un mercado de créditos hipotecarios, con préstamos indexados a la tasa de interés nominal, que se disparó cuando el Banco Central las aumentó después de un frenazo provocado por las crisis del Sudeste Asiático y Rusia (Pérez-Reyna y Osorio-Rodríguez, 2018); y Ecuador, donde el fenómeno de El Niño afectó la agricultura, a lo cual hay que sumar los bajos precios del petróleo —la principal exportación del país—, experimentó en 1999 una crisis bancaria, recesión, déficit fiscal y alta inflación (Cueva y Díaz, 2018).

¹⁴ Otro factor clave en este aumento de la deuda fueron los rescates del sistema bancario en los episodios de crisis de Argentina, Colombia, Ecuador, México y Paraguay.

¹⁵ Véase Powell (2015) sobre el comportamiento a largo plazo de los precios de las materias primas.

Entre 1999 y 2008, varios países avanzaron sus marcos de políticas, mediante la adopción de regímenes de metas de inflación y con el logro de una mayor flexibilidad del tipo de cambio. Colombia, Guatemala, México, Perú y Uruguay se unieron a Chile y Brasil como países con metas de inflación a lo largo de este período (Jahan, 2012), y varios países adoptaron reglas fiscales (Brasil, Chile, Perú y Uruguay) (Davoodi et al., 2022). Muchos países también optimizaron los marcos regulatorios financieros y adoptaron las normas mejoradas de Basilea para el capital bancario. Tres países reestructuraron sus deudas (Argentina, Ecuador y Uruguay) y el alivio de la deuda se amplió a Bolivia (véase el capítulo 10 para las enseñanzas derivadas de los episodios de reducción de la deuda).

La tercera ola: la crisis financiera global y la COVID-19

La crisis financiera global de 2007–08 provocó una recesión en la mayoría de los países de la región. Afortunadamente, la crisis fue breve y ninguna de las economías más grandes de la región sufrió una crisis financiera. Muchos países siguieron políticas fiscales expansivas para reaccionar a los acontecimientos globales y a la disminución local del crecimiento. Los bancos centrales de Estados Unidos, Reino Unido y la zona del euro adoptaron políticas de expansión cuantitativa que impulsaron considerablemente los flujos de capital a los países emergentes (Fofack, Aker y Rjoub, 2020).¹⁶ El alto crecimiento se reanudó a medida que la crisis se desvanecía, China siguió creciendo con fuerza y los precios de las materias primas se recuperaron. Sin embargo, la mayoría de los países de la región no revirtió sus políticas fiscales expansivas y, por lo tanto, no experimentó superávits importantes. Como una política fiscal verdaderamente contracíclica implica una política expansiva como respuesta a los tiempos difíciles y ahorro recíproco cuando el crecimiento es relativamente alto, la afirmación de que las economías emergentes habían escapado de la prociclicidad y adoptado políticas fiscales contracíclicas quizás haya sido prematura. Como consecuencia, hacia 2014 los niveles de deuda promedio aumentaron hasta el 46% del PIB.¹⁷

Para entonces, China había comenzado su desaceleración. Entre 2002 y 2012, el país había crecido a un promedio del 10% al año y así se

¹⁶ La flexibilización cuantitativa es una política directa, que incluye la compra de bonos soberanos y de las empresas u otros activos, por oposición a un instrumento indirecto de política monetaria como la manipulación de la tasa de interés oficial (véase Ricketts, 2011).

¹⁷ Véase Powell (2016) para un análisis y un debate sobre la prociclicidad.

había convertido en la segunda economía más grande del mundo.¹⁸ Estas tasas de crecimiento excepcionalmente elevadas no podían sostenerse. Al mismo tiempo, la producción de productos básicos había aumentado sostenidamente gracias a la inversión estimulada por los altos precios. La mayoría de las grandes materias primas llegaron a niveles récord de producción global. El mercado del petróleo también experimentó algunos shocks positivos específicos de la oferta, incluida la reincorporación de Libia e Irak y de nuevas técnicas de extracción, como el gas de esquisto y la perforación horizontal. Por consiguiente, los precios de las materias primas cayeron bruscamente, empezando por el colapso de los precios del petróleo. Los gobiernos de la región siguieron con sus políticas fiscales expansivas, aun cuando los cambios estructurales de China y de la economía mundial sugerían que la caída de los precios probablemente continuaría (Powell, 2015). Los déficits fiscales se encontraban en un promedio cercano al 3,5% del PIB y, junto con el lento crecimiento y la depreciación de los tipos de cambio, hacia 2019 empujaron los ratios de deuda/PIB hasta el 58%.

En 2020, la crisis de la COVID-19 provocó una suba considerable de los niveles de deuda soberana, hasta el 73% del PIB. Para mitigar los efectos adversos de los confinamientos y las crisis sanitarias, los gobiernos aumentaron en exceso el gasto en los sistemas de salud y en las medidas de apoyo a los ingresos de los hogares. El paquete fiscal promedio de los diferentes países de la región ascendió al 8,5% del PIB, aunque con variaciones en las magnitudes, según los países (Cavallo y Powell, 2021). Además, la disminución de los ingresos fiscales generó déficits que promediaban el 7,6% del PIB. La caída de la actividad económica y la depreciación de la moneda contribuyeron aún más al brusco ascenso de la deuda.

En términos muy parecidos a los de la deuda soberana, la deuda privada también se incrementó durante la pandemia, y ahora representa un porcentaje mayor del PIB en los países de América Latina y el Caribe que durante el período anterior a la pandemia (gráfico 4.1). La deuda privada como porcentaje del PIB aumentó del 63% en el período 2010-19 al 77% en 2020-21, y era más de 10 puntos porcentuales superior a la deuda pública como porcentaje del PIB. La evidencia reciente señala un vínculo estrecho entre la deuda soberana y la deuda corporativa. Por ejemplo, Gómez-González, Valencia y Uribe (2022) observan que en América Latina los índices de los diferenciales para los dos mercados están estrechamente relacionados;

¹⁸ La economía china se convirtió en la segunda más grande del mundo a tipos de cambio de mercado, medidos utilizando los tipos de cambio de paridad del poder adquisitivo, y superó a Estados Unidos como la economía más grande.

las series son prácticamente indistinguibles y experimentan un máximo en torno a los mismos acontecimientos —la crisis financiera global, la crisis europea y la COVID-19—, aunque alcancen diferentes magnitudes.

En términos más amplios, la evidencia histórica sugiere tres mecanismos a través de los cuales el desempeño de la deuda soberana y el balance de las empresas están interrelacionados. En primer lugar, cuando los balances del sector privado son resilientes, se pueden convertir en una fuente adicional de ingresos para la deuda soberana, de modo que los países con una mayor riqueza privada neta pueden sostener niveles más altos de deuda pública. En segundo lugar, las crisis de la deuda soberana pueden ser desatadas por sectores bancarios con dificultades, lo que a su vez puede ser consecuencia de una crisis en el sector corporativo. En tercer lugar, una crisis de la deuda soberana puede provocar dificultades e impagos en el sector privado, en parte porque cuando el impago soberano se produce, el gobierno pierde temporalmente la capacidad de emitir rescates, y a medida que el crédito de los bancos al sector privado disminuye, a la larga les ocurre lo mismo al producto y al consumo. Por último, las medidas para apoyar al sector privado pueden impulsar los déficits fiscales y llevar la deuda hasta niveles de riesgo; en otras palabras, la deuda privada se puede traducir en deuda pública (Mbaye, Moreno Badia y Chae, 2018). La deuda privada y la deuda pública también tienden a ser contracíclicas, es decir, tienden a aumentar durante las recesiones (Bernardini y Forni, 2020).

¿Qué efecto tiene una política fiscal más conservadora en la solidez y el desempeño de los balances de las empresas? Estudios recientes plantean que, de hecho, hay un impacto en la inversión del sector privado y que los efectos varían en el corto plazo frente al largo plazo. La inversión corporativa tiende a disminuir inmediatamente después de reducciones imprevistas del gasto público; sin embargo, este efecto es breve y es peor para las empresas más pequeñas y con deuda alta, ya que está impulsado por cambios en el consumo público más que por recortes de la inversión pública. Por otro lado, a mediano plazo, un mayor espacio fiscal a nivel de país, una mayor flexibilidad del tipo de cambio y la predictibilidad fiscal son motores importantes de la inversión corporativa después de shocks fiscales (Magud y Pienknagura, 2022). La actividad económica sugiere que los beneficios a largo plazo de los ajustes fiscales contractivos superan su costo a corto plazo.

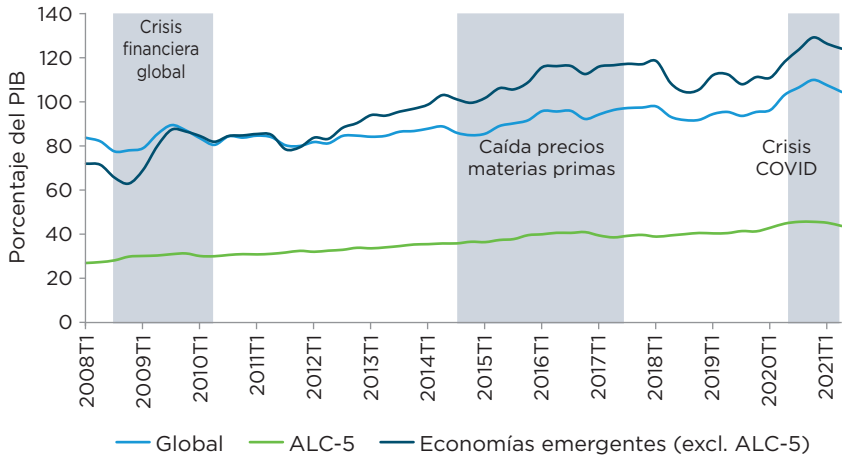
El aumento sostenido de la deuda corporativa

La deuda corporativa en América Latina y el Caribe ha aumentado de manera sostenida desde finales de la crisis financiera global de 2008-09, con un pico durante la crisis de la COVID-19, para luego volver a niveles

prepandémicos.^{19, 20} Estas tendencias son similares a las de otros países emergentes en todo el mundo. El ratio de la deuda corporativa/PIB era 20 puntos porcentuales más alto a comienzos de 2020 que al inicio de la crisis financiera global (gráfico 4.3).²¹

Varios factores contribuyeron al alza de los préstamos en el período anterior a la COVID, entre los que cabe citar: i) un extenso período de bajas tasas de interés a nivel internacional; ii) la disponibilidad de fuentes

Gráfico 4.3 Créditos para empresas no financieras en todo el mundo



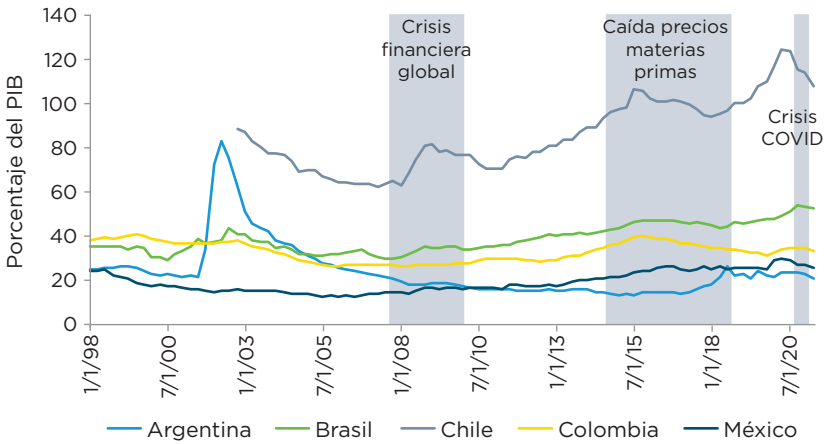
Fuente: BIS y WEO (FMI).

Nota: Ponderado por el PIB nominal del año actual; para 2021, ponderaciones de 2020 o posteriores. ALC-5 incluye los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México. Las barras grises indican la crisis financiera global, el colapso de los precios de las materias primas y el período correspondiente a la COVID-19 (2020T2 y 2020T3). Las economías emergentes, excluyendo a ALC-5, comprenden a Arabia Saudita, China, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Rusia, Tailandia, Turquía y Sudáfrica.

¹⁹ La metodología para analizar los picos de incremento de la deuda aplicada a la deuda soberana no se utiliza en esta sección, ya que la serie de la deuda corporativa sigue una forma funcional más cercana a un aumento monótonico, en lugar del explicado por las olas. Aunque la deuda del sector financiero constituye una parte importante de la deuda del sector privado (BIS, 2022), este capítulo se centra en el componente no financiero de la deuda del sector privado —el endeudamiento de los hogares y las empresas no financieras— principalmente porque la crisis de la COVID, a diferencia de otras anteriores, no se originó en el sector financiero; el sector bancario contribuyó a satisfacer las necesidades de liquidez, y a absorber en lugar de amplificar el impacto inicial de la pandemia de la economía real, en parte gracias al apoyo político dispensado en toda la región (véase, por ejemplo, Bolzico y Prats Cabrera, 2022).

²⁰ El crédito en este caso es la suma de los préstamos y valores de deuda en el balance de las empresas no financieras. El crédito comercial (y otras cuentas pendientes y por cobrar) se excluye de este análisis debido a la calidad cuestionable de los datos.

²¹ Estos datos provienen del BIS. Véase Dembiermont, Drehmann y Muksakunratana (2013) para más detalles.

Gráfico 4.4 Crédito para empresas no financieras

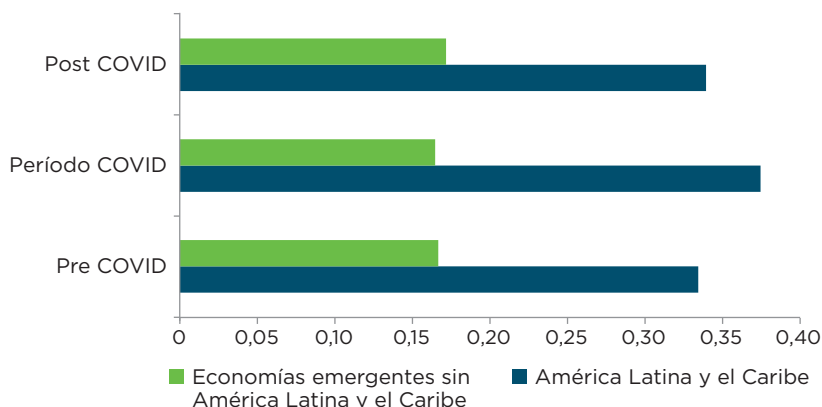
Fuente: BIS y WEO.

Nota: Ponderado por el PIB nominal del año actual; para 2021, ponderaciones de 2020 o posteriores.

de capital privado alternativas (pensiones y fondos soberanos), y iii) el incremento general del apetito de riesgo para las inversiones de mercados emergentes.²² Aun así, la experiencia varía según los países, y las calificaciones soberanas más altas parecen estar asociadas con más préstamos, lo que sugiere que los términos de acceso fueron un motor fundamental (gráfico 4.4).

La deuda como porcentaje del PIB y el apalancamiento (la deuda dividida por los activos de las empresas) han aumentado. La deuda se ha incrementado por cada dólar de activos corporativos desde comienzos de la década de 2000, y a esto le ha seguido un aumento mayor, ya que durante la pandemia las firmas buscaban liquidez. Desde entonces, la deuda ha vuelto casi a niveles prepandémicos. Los datos de empresas que cotizan en bolsa indican que el apalancamiento corporativo creció mucho más en América Latina y el Caribe que en el resto del mundo ese año (Cavallo y Powell, 2021). El ratio deuda/activos aumentó de 0,35 a 0,40 en solo dos trimestres (desde el cuarto trimestre de 2019 al segundo trimestre de 2020), mientras que en Estados Unidos alcanzó un máximo de solo 0,32. Esto contrasta con otras regiones, donde las empresas y los hogares empezaron la crisis de la COVID-19 con una base más sólida después de un proceso de desapalancamiento que siguió a la crisis financiera global. El gráfico 4.5 compara el nivel de la mediana del apalancamiento

²² Véase Banco Mundial (2022) para un debate sobre el tema.

Gráfico 4.5 Evolución del apalancamiento corporativo durante la COVID-19

Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de la base de datos de Refinitiv Datastream Bond.

Nota: El gráfico ilustra la mediana del apalancamiento corporativo, definido como deuda sobre activos, durante el período pre-COVID (primer trimestre de 2018 al primer trimestre de 2020); el período COVID (segundo y tercer trimestre de 2020), y el punto de datos más reciente (tercer trimestre de 2021). El gráfico incluye datos de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú para las empresas que cotizan en bolsa únicamente.

corporativo de las empresas que cotizan en la región con el de otras economías emergentes antes y durante el período de la COVID y los datos puntuales disponibles más recientes (segundo trimestre de 2021). Así se puede apreciar que el apalancamiento corporativo en la región ha disminuido de manera notable a niveles prepandémicos, pero continúa por encima del nivel de otras economías emergentes.

El aumento del apalancamiento implica una mayor vulnerabilidad ante el estrés financiero. Un alto apalancamiento puede privar a las empresas del acceso a liquidez cuando se enfrentan a shocks adversos. Además, las cláusulas contractuales podrían acelerar la deuda de manera que haya cada vez más deuda con vencimiento en condiciones adversas. Los factores mitigadores en el contexto de la COVID-19 incluyeron tasas de interés globales más bajas que en crisis anteriores y diferenciales comprimidos en el mercado de crédito, así como numerosas intervenciones de los gobiernos de la región (Powell y Rojas-Suárez, 2022). Actualmente, dichos factores han desaparecido en buena medida.

Deuda de los hogares: un distante tercer lugar

Los hogares se endeudan para comprar bienes durables (por ejemplo, un electrodoméstico, un coche o una vivienda), para financiar la salud

u otros gastos excepcionales, o para facilitar el consumo. En las economías avanzadas los préstamos a los hogares constituyen cerca del 77% del PIB, en comparación con solo el 35% de las economías emergentes.²³ En las economías más pobres los mercados financieros tienden a ser menos desarrollados, y las empresas y los hogares se endeudan menos de fuentes formales; por eso, no es de extrañar que haya una menor inclusión financiera. Además, en las economías emergentes, los hogares y las empresas se enfrentan a más restricciones para pedir un préstamo, las tasas de interés son más altas y el ingreso de los hogares es más incierto. La promoción de más préstamos debería ir acompañada de políticas que protejan mejor a prestatarios y prestamistas.

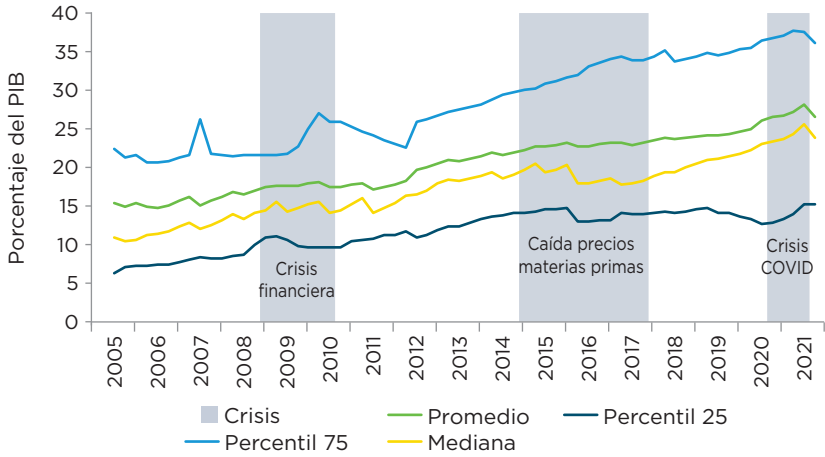
La deuda de los hogares de la región asciende al 22% del PIB, en promedio, e incluso es menor que en otras economías emergentes.²⁴ Los hogares del país mediano (Colombia o Ecuador) piden prestado en promedio solo el 15% del PIB (véase el gráfico 4.6). Por otro lado, los hogares de Barbados y Panamá obtienen préstamos por entre el 40% y el 60% del PIB, mientras que en Argentina y Paraguay esa cifra cae a entre el 4% y el 5% del PIB.²⁵ Casi todos los países de la región han visto aumentar el ratio deuda de los hogares/PIB a lo largo del tiempo. Los empréstitos de los hogares crecieron de forma muy significativa en Chile, del 27% en 2005 al 50% en 2021. En Ecuador, la deuda de los hogares también se incrementó rápidamente, del 11% al 29%, durante el mismo período. La variación entre países refleja diferentes grados de desarrollo de los mercados financieros, así como distintas políticas para promover los préstamos, y proteger a prestamistas y prestatarios.

La pandemia de la COVID-19 provocó un aumento de los préstamos a los hogares, pero hacia finales de 2020 los préstamos habían empezado a disminuir. También es probable que los grandes subsidios públicos aplicados durante ese período llevaran a que los hogares evitaran endeudarse para compensar las pérdidas de ingresos. Aun así, la velocidad a la que el ratio deuda de los hogares/PIB se elevó en el período 2005–21 es más lenta que en otras economías emergentes, lo cual plantea un problema para la inclusión financiera en América Latina y el Caribe.

²³ Las economías avanzadas y los datos de mercado emergente corresponden al “crédito total a los hogares (deuda básica) como porcentaje del PIB” desde 2005 hasta los últimos datos disponibles en el BIS.

²⁴ Los datos utilizados en esta sección provienen de una encuesta especial llevada a cabo por los bancos centrales de la región (véase Valencia et al., de próxima publicación a).

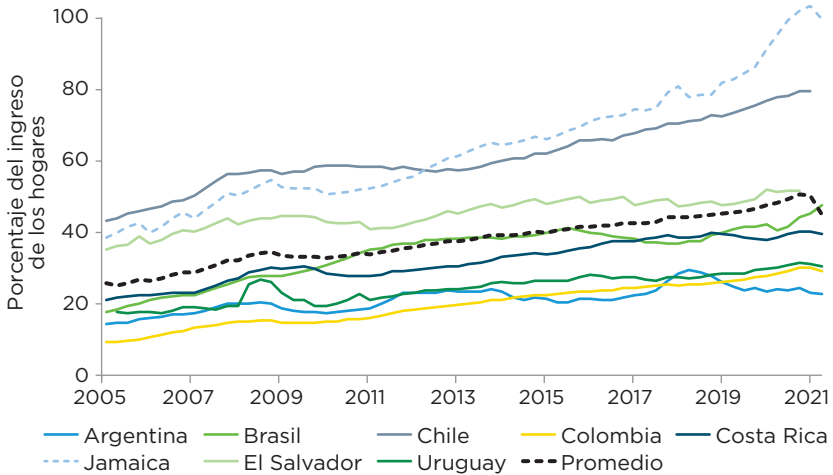
²⁵ Una vez más, nótese que la encuesta se centra en los préstamos formales; por lo tanto, pedir prestado a miembros de la familia o a sistemas de ahorro informales puede no que no sea capturado por estos datos.

Gráfico 4.6 Deuda de los hogares en América Latina y el Caribe

Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de la base de datos del BID y la reciente encuesta completada por los bancos centrales de la región.

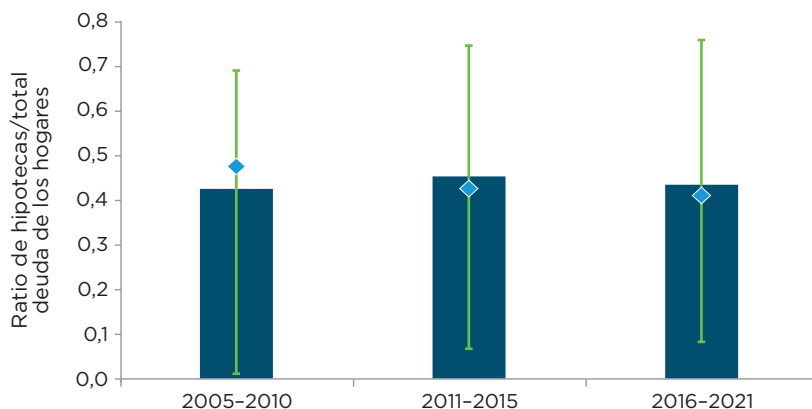
Nota: Los datos corresponden a Argentina, Barbados, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guyana, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tobago, y Uruguay.

La deuda de los hogares en relación con el ingreso (así como la deuda en relación con el PIB) también ha crecido en los últimos años en la mayoría de los países (véase el gráfico 4.7). En algunos, entre ellos Jamaica,

Gráfico 4.7 Ratio de la deuda total de los hogares en relación con el ingreso

Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de la base de datos del BID y la reciente encuesta completada por los bancos centrales de la región.

Gráfico 4.8 Deuda hipotecaria de los hogares como ratio de la deuda total



Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de la base de datos del BID y la reciente encuesta completada por los bancos centrales de la región.

Nota: El gráfico incluye datos de Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guyana, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tobago, y Uruguay. Las barras corresponden al promedio del período, las líneas verticales abarcan el promedio máximo y mínimo de cada país por período, y el diamante muestra el valor de la mediana.

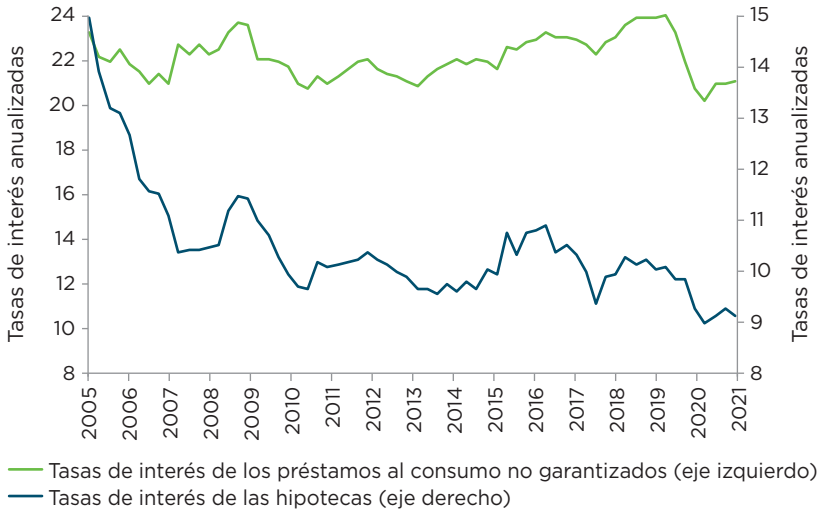
hacia 2021 este ratio había llegado hasta el 100%. A finales de dicho año, el ratio de deuda de los hogares/ingresos se situó por debajo del 80% en otros países de la región. La tendencia al aumento, no en forma de olas, contrasta agudamente con el comportamiento de la deuda pública.

Por su parte, la proporción de hipotecas en la deuda de los hogares de la región ha aumentado hasta acercarse al nivel de Estados Unidos (gráfico 4.8). Para una familia, una hipoteca suele ser el préstamo más grande, y la compra de una vivienda normalmente es su gasto más importante. En Estados Unidos, las hipotecas representan cerca del 70% del total de la deuda de los hogares, mientras que el ratio deuda de los hogares/PIB se acerca al 80%.²⁶ Bolivia, Guyana y México tienen el porcentaje de hipotecas más alto en relación con la deuda de los hogares: este alcanza promedios del 74%, el 73% y el 68%, respectivamente, lo que refleja el peso de los programas públicos para subsidiar los préstamos hipotecarios. Sin embargo, muchos otros países tienen una deuda hipotecaria baja, como Paraguay (5%) y Argentina (11%).

Las tasas de interés de las hipotecas y los préstamos al consumo siguieron las tendencias mundiales, y cayeron de forma evidente hasta y durante la pandemia de la COVID-19 (gráfico 4.9).

²⁶ Véase el enlace: <https://newyorkfed.org/microeconomics/hhdc.html>.

Gráfico 4.9 Tasas de interés promedio sobre las hipotecas y los préstamos no garantizados al consumidor



Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de la base de datos del BID y la reciente encuesta completada por los bancos centrales de la región.

Nota: La tasa de interés sobre préstamos no garantizados al consumidor corresponde al promedio de los datos de Argentina, Bahamas, Belice, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Jamaica, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay. La tasa de interés sobre las hipotecas corresponde al promedio de los datos de Argentina, Bahamas, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago, y Uruguay.

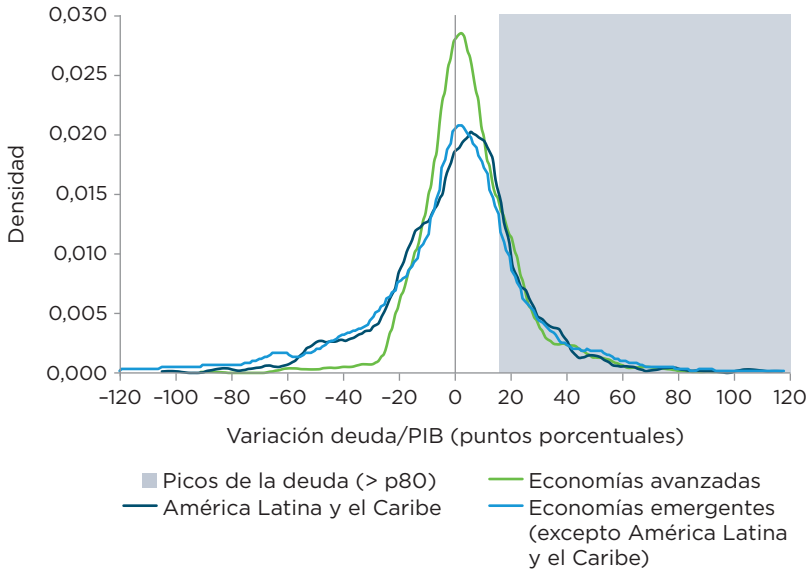
Dentro de las olas de la deuda pública

Como los picos de la deuda pública representan la mayor parte de los aumentos de la misma, un análisis más granular arroja luz sobre sus causas y sobre los factores que contribuyen a ello. Un episodio de pico de la deuda presenta las siguientes dos características: i) comienza con un incremento de la deuda de cinco años por encima del percentil 80 (equivalente a cambios superiores a 17 puntos porcentuales)²⁷ y ii) termina con una disminución de la deuda el año siguiente.²⁸ Por ejemplo, si el cambio de cinco años en la deuda supera el percentil 80 en 2005, pero luego cae en 2006, esto quiere decir que ha habido un pico en 2005. El gráfico 4.10 muestra las variaciones en la distribución de los cambios en cinco años del ratio deuda pública/PIB para América Latina y el Caribe y todos los países

²⁷ Los resultados son robustos al uso del percentil 70, 80 o 90.

²⁸ En esta sección se utiliza información basada en FMI (2022), con 184 países entre 1985 y 2021. En la muestra de países, 25 pertenecen a América Latina y el Caribe, 119 corresponden a economías emergentes y 40 son economías avanzadas.

Gráfico 4.10 Distribución de las variaciones de la deuda en una ventana de cinco años, 1985-2021



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en FMI (2022).

Nota: Este gráfico representa la distribución no paramétrica de las variaciones de la deuda en relación con el PIB a cinco años (censurada en -120 puntos porcentuales y 120 puntos porcentuales) para las economías avanzadas (línea verde), las economías emergentes (línea turquesa) y los países de América Latina y el Caribe (línea azul marino). La zona sombreada indica el crecimiento de la deuda por encima del percentil 80 de la distribución y la línea vertical sólida señala el valor medio para la muestra total. El percentil 80 para la muestra total (17,0 puntos porcentuales) no difiere significativamente de América Latina y el Caribe (17,1 puntos porcentuales), de las economías emergentes (16,9 puntos porcentuales) ni de las economías avanzadas (17,4 puntos porcentuales).

(en desarrollo y desarrollados). Las dos distribuciones son similares, e indican que los cambios en la deuda de la región no varían mucho en relación con el resto del mundo. Sin embargo, los motores de los picos de la deuda que se producen en la región tienen características particulares.²⁹

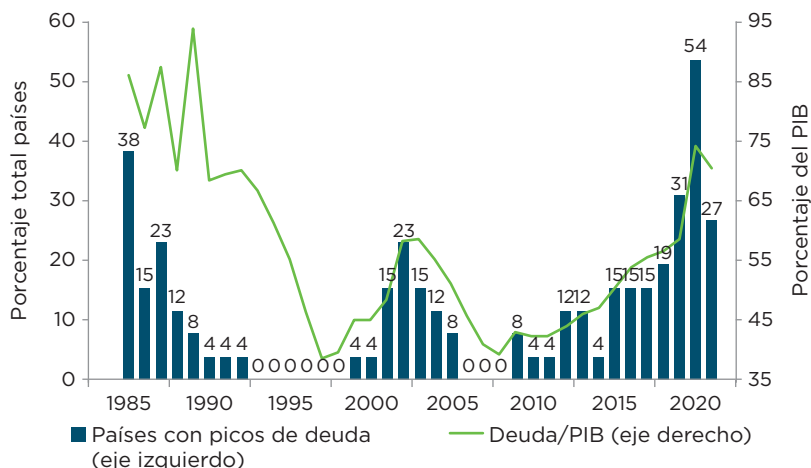
Los picos están altamente concentrados en las tres olas de la deuda descritas anteriormente (véase el panel A del gráfico 4.11). En 1985, casi el 40% de los países sufrió un pico de la deuda. En 2002, esa cifra disminuyó, pero sigue siendo relativamente alta, con un 23%. El porcentaje de países con episodios de esta naturaleza aumentó al 31% en 2019 y al 54% en 2020, antes de volver a caer al 27% en 2021. El aumento promedio en el ratio deuda/PIB

²⁹ La media para el total de la muestra es de 1,2 puntos porcentuales y la desviación estándar asciende a 26,8 puntos porcentuales, mientras que para la región las estadísticas correspondientes son de 1,1 y 26,4 puntos porcentuales. Para eliminar los casos atípicos, no se consideraron las observaciones con un crecimiento en cinco años superior a 120 puntos porcentuales o inferior a -120 puntos porcentuales.

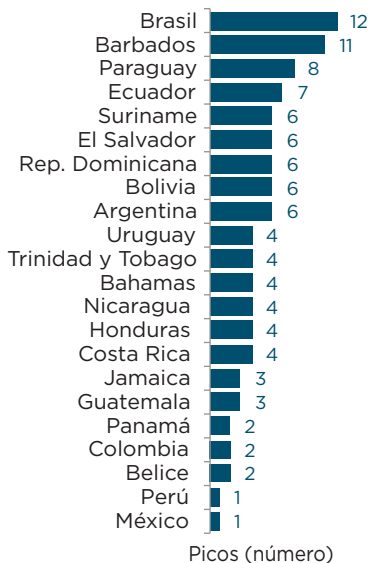
a lo largo de un período de cinco años fue de 32 puntos porcentuales en cada episodio de pico de la deuda. Aun así, la frecuencia y el tamaño de los picos varían según los países (paneles B y C del gráfico 4.11). Aparecen dos

Gráfico 4.11 Episodios de picos de la deuda en América Latina y el Caribe, 1985-2021

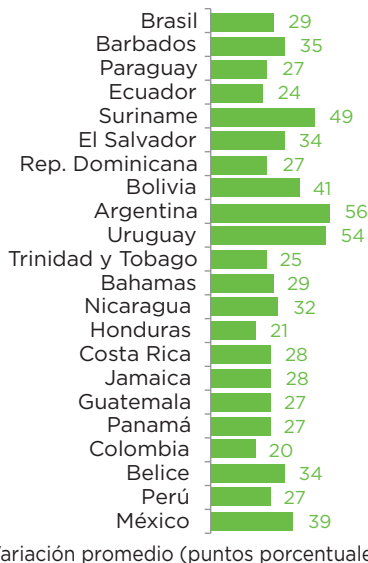
A. Proporción de países con picos de la deuda por año



B. Número total de picos por país



C. Variación promedio de la ventana de deuda en cinco años en los episodios de picos



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en FMI (2022).

Nota: América Latina y el Caribe incluye todos los países miembros prestatarios del BID, menos Guyana, Haití y Venezuela, debido a la disponibilidad de datos.

patrones: los países que exhiben una alta frecuencia de picos de la deuda, pero tienen relativamente bajo crecimiento promedio, como Brasil, y los países que presentan una frecuencia más baja de picos de la deuda, pero exhiben tasas de crecimiento más altas, como Uruguay. Brasil tuvo 12 picos a lo largo del período, y la variación promedio de la deuda a cinco años fue de 29 puntos porcentuales.³⁰ En cambio, Uruguay solo tuvo cuatro episodios, pero un aumento de la deuda de 54 puntos porcentuales, que acabaron en situaciones de impago y de reestructuración de la deuda (1986, 2002-03) (Kehoe y Nicolini, 2021).

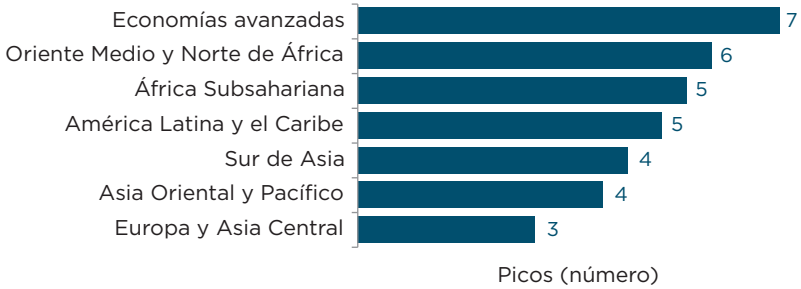
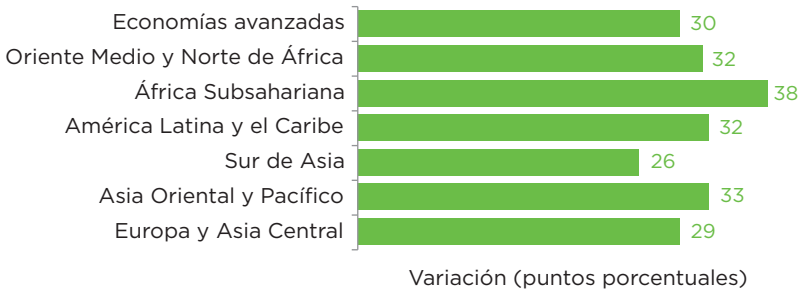
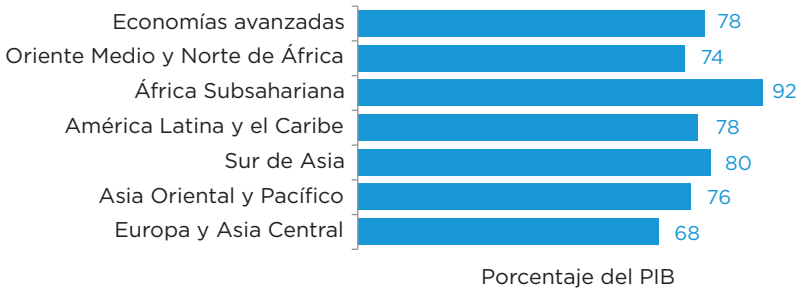
El número de picos de la deuda en América Latina y el Caribe se sitúa en medio del de otras regiones. En efecto, América Latina y el Caribe ha tenido un promedio de cinco episodios, menos que las economías avanzadas (siete), pero más que Europa y Asia Central (tres) (panel A del gráfico 4.12). La variación promedio de la deuda tampoco cambia mucho en relación con otros grupos (panel B del gráfico 4.12). Sin embargo, estos aumentos de la deuda no están necesariamente asociados con altos niveles de deuda, ya que en algunas regiones ha habido incrementos de grandes o pequeños, pero se mantuvieron ratios promedio de deuda/PIB similares. En el caso de América Latina y el Caribe, el ratio de la deuda/PIB era del 78%, lo cual es comparable con las economías avanzadas, un grupo con una variación promedio de la deuda ligeramente menor (paneles B y C del gráfico 4.12).

Descomposición de los picos de la deuda: ¿qué se puede aprender?

La descomposición de los picos de la deuda es una técnica útil para revelar los principales factores impulsores de los aumentos de la deuda. Uno de ellos, conocido como el ajuste *stock-flow* (SFA, por sus siglas en inglés), representa las variaciones de la deuda no atribuidas a otras dimensiones en la descomposición. El recuadro 4.1 describe con más detalle el SFA. Un contribuyente potencial al SFA es un rescate de los gobiernos subnacionales. El recuadro 4.2 aporta más información sobre la deuda subnacional en la región. En el capítulo 6 se trata de manera más amplia el tema de los pasivos contingentes y realizados que pueden contribuir al SFA.

Los resultados del análisis de la descomposición muestran que los pagos de intereses, la depreciación del tipo de cambio, los déficits

³⁰ En 1988 y 1989, después de un impago en 1987; 1991 y 1992, después de un crecimiento del PIB bajo a negativo; 1999, después de la parada súbita en 1998; 2001 y 2002, después de la crisis de 2001 en Argentina y rumores de impago; y desde 2017 hasta 2020, cuando el déficit fiscal aumentó considerablemente del 8% al 13%.

Gráfico 4.12 Caracterización regional de episodios de picos de la deuda, promedio 1985-2021**A. Número promedio de episodios****B. Crecimiento promedio de la deuda, ventana de cinco años****C. Deuda bruta**

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en FMI (2022).

Nota: Los promedios se calculan en dos pasos: i) el cálculo de los picos totales (panel A), la variación media de la deuda (panel B) o el promedio de la deuda en relación con el PIB (panel C) por país entre 1985 y 2021; y, a continuación, ii) el promedio por región. América Latina y el Caribe incluye todos los países prestatarios del BID, excepto Guyana, Haití y Venezuela, debido a la disponibilidad de datos. Los demás grupos de países siguen las clasificaciones regionales del Banco Mundial.

primarios y el SFA fueron los principales factores asociados con los aumentos de la deuda, mientras que el crecimiento del PIB y la inflación sirvieron para moderar dicho incremento (gráfico 4.13). En comparación con otras regiones, los pagos de intereses han sido los que más contribuyeron

Recuadro 4.1 Ajuste *stock-flow* y evolución la deuda pública

¿Qué es el ajuste *stock-flow* (SFA, por sus siglas en inglés) o la reconciliación *stock-flow*? El SFA es el residual en la ecuación que explica la evolución de la deuda (como porcentaje del PIB). En otras palabras, es el componente que reconcilia (o ajusta) el nivel de deuda observada cada año con los elementos que explican su evolución (la deuda en el pasado, el crecimiento, la inflación, la depreciación del tipo de cambio, el pago de intereses y el balance primario). Por lo tanto, los elementos no observados en los datos que influyen en la evolución de la deuda son recogidos por el SFA.

Varios estudios han identificado la relevancia del SFA en el impacto del crecimiento de la deuda (BID, 2007; Campos, Jaimovich y Panizza, 2006). Su importancia se basa en los elementos no observados en los datos que influyen en la evolución de la deuda, incluidos los efectos de valoración mediante el impacto de la depreciación del tipo de cambio en la deuda denominada en moneda extranjera, los impagos, los episodios de alivio de la deuda y los pasivos contingentes^a (Campos, Jaimovich y Panizza, 2006; Moreno Badía, Xiang y Gamboa-Arbeláez, 2021). Otros grandes factores SFA pueden deberse a problemas relacionados con el sistema de contabilidad pública. Por ejemplo, los sistemas de contabilidad y presupuestarios pobres pueden crear incentivos para distorsionar el gasto público. Por lo tanto, puede que los aumentos súbitos del SFA reflejen estos déficits ocultos (BID, 2007; Aizenman y Powell, 1998). Las regresiones muestran que el efecto de valoración del tipo de cambio, el impago y los episodios de alivio de la deuda tienen una estrecha correlación con el tamaño del SFA.

^a Los ejemplos incluyen la inyección de capital en los bancos o los rescates de las empresas de propiedad estatal

Recuadro 4.2 La deuda subnacional: en descenso

A lo largo de los últimos 20 años la deuda subnacional de América Latina y el Caribe ha disminuido progresivamente y ha reducido los riesgos fiscales. Esta dinámica surgió con el trasfondo de sobreendeudamiento y rescates financieros de los gobiernos subnacionales en algunos de los países más grandes de la región (Argentina, Brasil y Colombia). Entre 2002 y 2019, la deuda subnacional promedio de 12 de los países más grandes de la región se redujo del 7% al 3,9% del PIB. Los gobiernos centrales establecieron marcos de responsabilidad fiscal subnacionales, y una mayor supervisión de las condiciones fiscales de los gobiernos subnacionales contribuyó a este descenso.

Ante el espectro de los rescates financieros por sobreendeudamiento, los marcos de responsabilidad fiscal pueden servir como sistema de alerta temprana

(continúa en la página siguiente)

na para identificar posibles riesgos de sostenibilidad (y, por lo tanto, rescates) y activar medidas preventivas para evitarlos (como en el sistema de alerta temprana de Colombia). Las capacidades institucionales de los gobiernos centrales y subnacionales son esenciales para implementar efectivamente estos marcos. Las reglas fiscales deben ser sencillas, transparentes y adecuadas para las capacidades de cumplimiento de los gobiernos subnacionales, y deben estar supervisadas de forma exhaustiva y permanente por el gobierno central. Este monitoreo debe abarcar todas las deudas subnacionales (incluida la deuda a los proveedores y otros organismos públicos) y pasivos contingentes (de las empresas públicas subnacionales y las asociaciones público-privadas). El fortalecimiento de la transparencia fiscal subnacional también es clave, y debe incluir sistemas integrados de gestión financiera, con la adaptación de la contabilidad a las normas internacionales, así como asistencia técnica para los gobiernos subnacionales en los informes financieros.

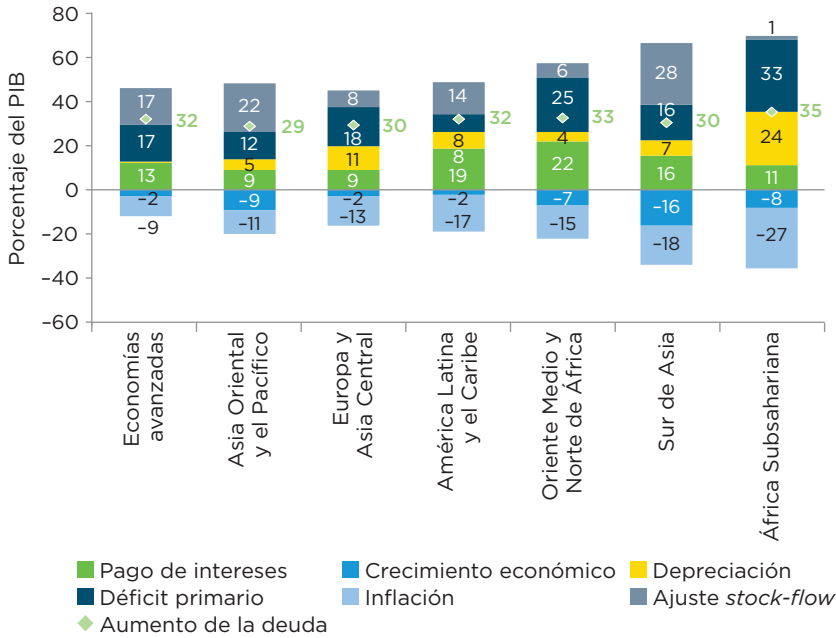
A la luz de los riesgos de sostenibilidad fiscal subnacionales, deberían adoptarse medidas realistas y oportunamente correctivas que incorporen poco a poco el funcionamiento de un sistema de quiebra o insolvencia (Canuto y Liu, 2013). Una implementación efectiva de un marco de responsabilidad fiscal subnacional, junto con un sistema de alarmas que proporcione información oportuna sobre los riesgos fiscales emergentes, puede ayudar a los gobiernos subnacionales a tener acceso al financiamiento de forma sostenible. La deuda subnacional puede desempeñar un valioso papel y financiar infraestructura esencial para impulsar el desarrollo económico a nivel regional. Pese a los avances logrados, todavía queda espacio para ampliar el acceso de los gobiernos subnacionales a préstamos responsables, sobre todo en los países más grandes de la región.

al crecimiento de la deuda, en un nivel comparable al del Sur de Asia, África Oriental y Norte de África. La mayor parte de la deuda durante los años ochenta y noventa fue en moneda extranjera, con tasas de interés variables.³¹

Como los picos se produjeron en tiempos de crisis, las dificultades para ajustar las cuentas fiscales generaron una acumulación del déficit primario, y el bajo crecimiento económico contribuyó poco a deflactar el ratio deuda/PIB, incluso menos que en otras regiones. La elevada inflación y la apreciación real en la mayoría de las crisis ayudaron a moderar el crecimiento de la deuda en todas las regiones. Además, durante los episodios de picos de la deuda, las calificaciones del riesgo soberano disminuyeron significativamente.

³¹ En las últimas décadas, ha surgido una tendencia similar en los países de bajos ingresos, como en África Subsahariana (Moreno Badia, Xiang y Gamboa-Arbelaez, 2021; Panizza y Taddei, 2020; Griffiths, Panizza y Taddei, 2020).

Gráfico 4.13 Descomposición de los picos de la deuda, ventana de cinco años, 1985-2021



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en FMI (2022).

Nota: América Latina y el Caribe incluye todos los países miembros prestatarios del BID, menos Guyana, Haití y Venezuela, debido a la disponibilidad de datos. Los demás grupos de países siguen las clasificaciones regionales del Banco Mundial.

Por último, el SFA es más importante en la región que en otros grupos de países, y refleja principalmente casos de pasivos contingentes materializados, como los rescates de los gobiernos subnacionales, las empresas públicas o el sistema financiero. El SFA fue de cerca de 7,4 puntos porcentuales del PIB en Argentina en 2003-04; 0,9 puntos porcentuales del PIB en Brasil en 2001; 4 puntos porcentuales del PIB en Chile en 2010-13; 6,3 puntos porcentuales del PIB en Colombia en 1998-2000; 21,7 puntos porcentuales del PIB en Ecuador en 1998-2002; 1,6 puntos porcentuales del PIB en México en 1997, y 20 puntos porcentuales del PIB en Uruguay en 2002-05.³²

Aunque los ejercicios de descomposición son útiles, se recomienda cautela. Las descomposiciones constituyen un ejercicio de contabilidad *ex post*, no una explicación de las causas subyacentes del aumento de la

³² Estos hallazgos coinciden con la literatura cada vez más copiosa sobre el ajuste *stock-flow* (véanse Afonso y Tovar Jalles, 2020; Jaramillo, Mulas-Granados y Kimani, 2017; Bova et al., 2016; Weber, 2012; BID, 2007; Campos, Jaimovich y Panizza, 2006).

deuda. Es probable que las variaciones en algunos de los determinantes estén vinculadas y que haya interacciones entre los factores impulsores. Además, la descomposición no tiene en cuenta la duración de los episodios de los picos. En la próxima sección se abordan algunas de estas cuestiones mediante un análisis de regresión.

Determinantes de los picos de la deuda: qué revelan las regresiones

Un análisis de regresión estadística puede ayudar a determinar qué variables macroeconómicas están más estrechamente asociadas con un pico de la deuda (Valencia et al., de próxima publicación a).³³ Por ejemplo, si un país tiene un déficit fiscal relativamente alto, ¿cuál es la probabilidad de que acabe con un pico de la deuda? Los resultados sugieren que las principales variables macroeconómicas asociadas con este fenómeno son el balance primario, el crecimiento del PIB y el SFA (véase el gráfico 4.14).³⁴

La presencia de superávits fiscales primarios más grandes y de tasas de crecimiento más altas se correlaciona con una menor probabilidad de un pico de la deuda en América Latina y el Caribe en comparación con otras economías emergentes, pero con probabilidad similar a la de las economías avanzadas. Una posible explicación para ello reside en la relación entre los balances primarios y las tasas de interés. Los superávits primarios más altos tienden a estar relacionados con tasas de interés más bajas. Al contrario, un déficit primario mayor tiende a ir acompañado de tasas de interés más elevadas y, por lo tanto, de una mayor probabilidad de pico de la deuda (véanse los capítulos 5 y 8).

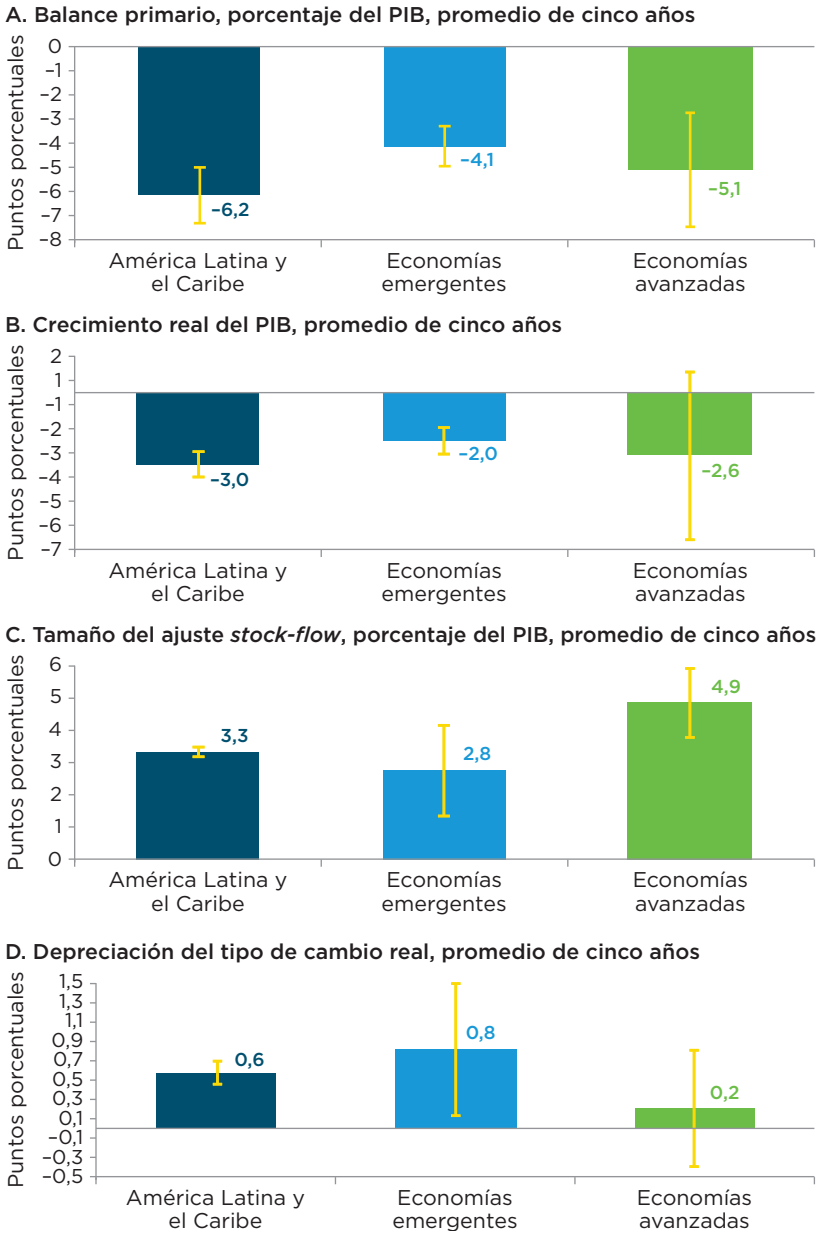
La repentina materialización de los pasivos contingentes está asociada con un SFA más alto y, en consecuencia, con una mayor probabilidad de un pico de la deuda. Las depreciaciones reales de la moneda también aumentan la probabilidad de emergencia de picos. La magnitud de esta correlación es prácticamente la misma en América Latina y el Caribe que en otras economías emergentes.

Las instituciones fiscales pueden desempeñar un rol destacado en la disminución de la probabilidad de picos de la deuda (véase el gráfico 4.15). La existencia de mejores acuerdos institucionales que fortalezcan las reglas fiscales está asociada con una menor probabilidad de episodios de picos de la deuda en América Latina y el Caribe (Valencia et al., de próxima publicación a). Las reglas fiscales con fundamentos jurídicos sólidos, los

³³ La metodología emplea una variable ficticia de pico de la deuda como variable dependiente en un modelo de probabilidad lineal.

³⁴ Estos resultados son robustos a definiciones alternativas de picos de la deuda.

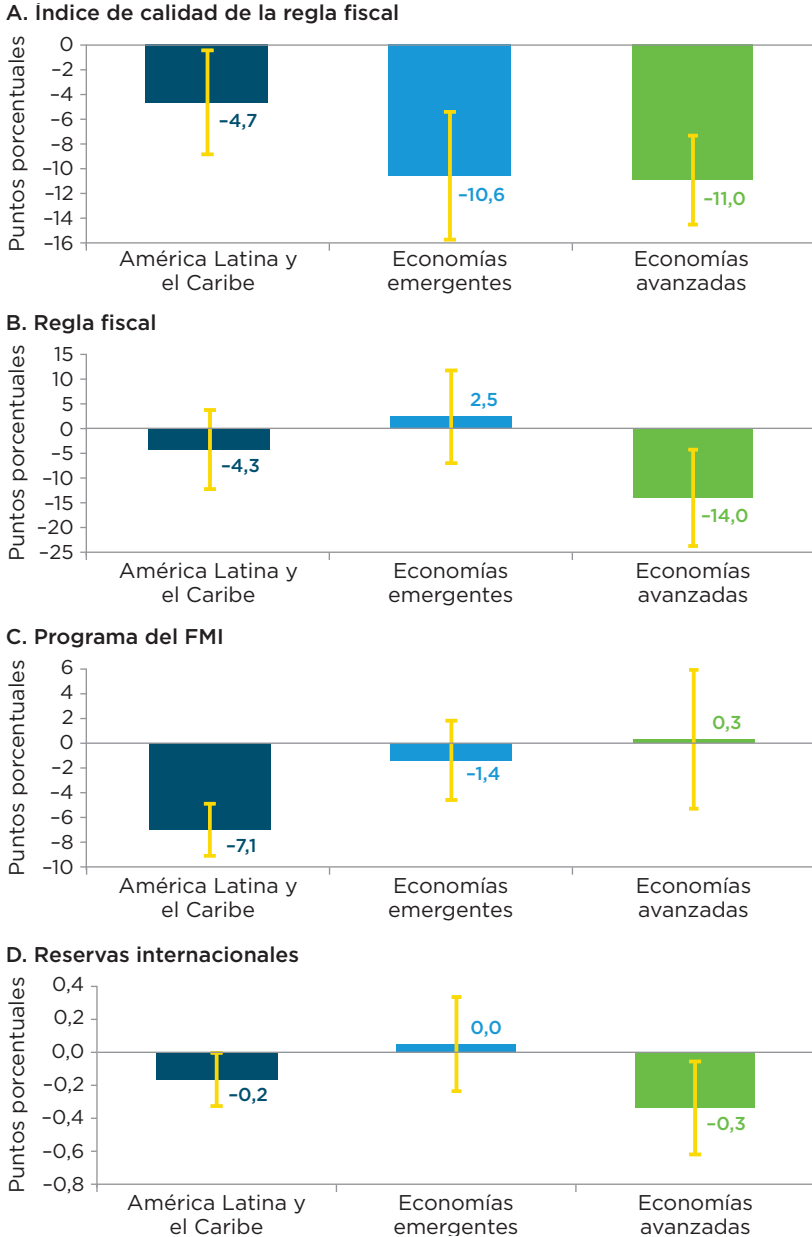
Gráfico 4.14 Relación entre las variables macroeconómicas y la probabilidad de un pico de la deuda



Fuente: Cálculos del equipo del BID.

Nota: Los gráficos ilustran cómo los cambios en la probabilidad de un pico de la deuda están asociados a las variables macroeconómicas. El superávit primario y el ajuste *stock-flow* se miden en porcentaje del PIB, mientras que el crecimiento y la depreciación del tipo de cambio se miden en porcentaje. Se utilizan promedios de cinco años para todas las variables del análisis. La muestra incluye los 26 países miembros prestatarios del BID, excepto Guyana, Haití y Venezuela. Los demás grupos de países siguen la clasificación estándar del FMI.

Gráfico 4.15 Impacto de las instituciones fiscales y las reservas internacionales sobre la probabilidad de picos de la deuda



Fuente: Cálculos del equipo del BID.

Nota: Los gráficos ilustran cómo se reduce la probabilidad de un pico de la deuda con instituciones fiscales de mayor calidad y mayores reservas. Las variables de los paneles A, B y C se incluyen con un desfase de hasta cinco años, para los paneles B y C es una variable binaria, y para el panel D las reservas internacionales son un promedio de cinco años y se expresan como porcentaje del PIB. América Latina y el Caribe comprende todos los países miembros prestatarios del BID, excepto Guyana, Haití y Venezuela. Los demás grupos de países siguen la clasificación del FMI.

mecanismos de vigilancia del cumplimiento, los consejos fiscales independientes, la flexibilidad y las cláusulas de salvaguardia bien definidas permiten a los gobiernos ajustar sus balances fiscales a la vez que evitan trayectorias explosivas de la deuda (Andrián et al., 2022; Valencia, Gómez-González y Sánchez, 2022; Afonso y Tovar Jalles, 2020). Concretamente, mejores instituciones fiscales (por ejemplo, techos de gastos bien definidos) están asociadas con una menor probabilidad de tener picos de deuda.

De manera alternativa, la implementación de los programas del FMI en América Latina y el Caribe disminuye la probabilidad de picos de la deuda mediante mejoras del balance fiscal y reformas institucionales estructurales (David, Komatsuzaki y Pienknagura, 2020; Balima y Amadou, 2019). Desde luego, el éxito de estos programas para evitar los picos puede depender en gran medida de la fortaleza de los fundamentos económicos y de las instituciones (Jorra, 2012).

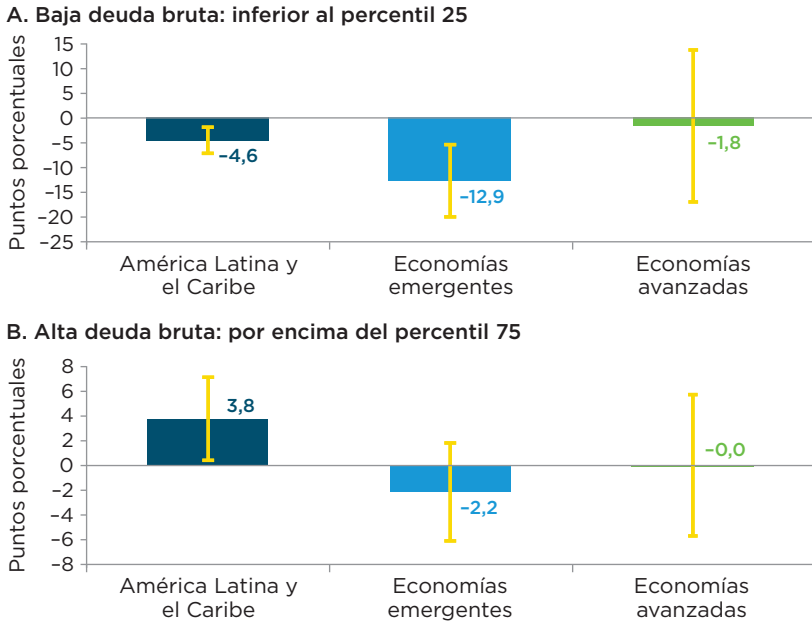
Las posiciones de reservas internacionales fuertes tienden a disminuir considerablemente la probabilidad de picos de la deuda (Valencia et al., de próxima publicación a). Esta tendencia coincide con la evidencia empírica sobre el rol que desempeñan las reservas de divisas para impedir crisis de la deuda (Calvo, Izquierdo y Loo-Kung, 2012); los resultados son importantes en América Latina y el Caribe y en las economías avanzadas. Además, las reservas están relacionadas con diferenciales más bajos y con una menor probabilidad de reversiones de la cuenta corriente (Hernández, 2018; Ben-Bassat y Gottlieb, 1992; Calvo, Izquierdo y Loo-Kung, 2012; Tavares, 2015).

Por último, el nivel inicial de deuda de los países es un predictor clave de un pico de la deuda en las economías emergentes (gráfico 4.16). Cuando los niveles de la deuda se sitúan por debajo del percentil 25, la probabilidad de posteriores picos es menor, sobre todo en las economías emergentes. En cambio, si el nivel inicial es relativamente alto (superior al percentil 75), la probabilidad de un pico es mayor.

Sin embargo, estos resultados no parecen aplicarse a las economías avanzadas, lo que implica que este determinante es en gran medida una función de la capacidad de un país para pagar. Los países con altos ratios iniciales de deuda/ingresos fiscales tienen más probabilidades de experimentar picos de la deuda. Las economías avanzadas con niveles iniciales más elevados de ratio deuda/PIB también tienen más ingresos fiscales y mercados financieros más profundos, lo que permite un acceso más amplio a los mercados financieros.

Aprendiendo del pasado

La historia reciente de la deuda pública en la región refleja su turbulenta historia económica: la crisis de la deuda de los años ochenta; el shock de

Gráfico 4.16 Niveles de deuda y probabilidad de picos de la deuda

Fuente: Cálculos del equipo del BID.

Nota: América Latina y el Caribe incluye todos los países miembros prestatarios del BID, excepto Guyana, Haití y Venezuela, debido a la disponibilidad de datos. Los demás grupos de países siguen la clasificación del FMI.

la crisis mexicana; las crisis en Asia y Rusia que culminaron en crisis regionales a comienzos de la década de 2000; la crisis financiera global de 2007-08; la pandemia de la COVID-19, y, actualmente, la invasión rusa a Ucrania. Los países de América Latina y el Caribe pueden convertir esta crisis en una oportunidad. Si bien los exportadores de materias primas pueden utilizar mayores ingresos para mejorar sus finanzas fiscales y compensar el crecimiento de la deuda durante la pandemia, los importadores, por su parte, deberían mejorar la eficiencia del gasto fiscal (Cavallo et al., 2022). Aunque este capítulo establece las bases con un análisis de cómo ha crecido la deuda, las múltiples enseñanzas evidentes de esta turbulenta historia pueden contribuir a mejorar el enfoque que los gobiernos hagan de la deuda pública (véanse los capítulos 5 y 6). La deuda pública ha aumentado en gran medida en rachas, a menudo acompañando crisis económicas. Sus principales motores son el pago de intereses, la depreciación del tipo de cambio, los déficits primarios y otros factores (conocidos como SFA). Además, la probabilidad de un pico de la deuda es mayor cuando aumentan los déficits, cae el crecimiento económico y las reglas fiscales son de baja calidad.

En 2020 el apalancamiento corporativo en la región (deuda por dólar de activos) subió de manera considerable. Luego, aun cuando decayó, ha seguido manteniéndose por encima del de otras economías emergentes. Las empresas pidieron prestado para facilitar la liquidez, pero la inversión colapsó. Los activos fijos (normalmente considerados capital productivo) disminuyeron, aunque todavía las empresas tienen el mismo nivel de deuda que al comienzo de la pandemia. Esto señala que se puede tardar un largo tiempo en reconstruir el *stock* de capital (capítulo 12).

Otra característica de la evolución de la deuda corporativa es el aumento de las obligaciones financieras denominadas en dólares. Las bajas tasas de interés de las economías avanzadas hicieron que, a lo largo de la última década, la deuda denominada en moneda extranjera fuera más atractiva que la deuda denominada en moneda local; por consiguiente, muchas empresas de la región aumentaron su deuda denominada en dólares. Esto plantea riesgos de balance, sobre todo para las firmas que no son exportadoras y, por lo tanto, carecen de una cobertura natural contra las fluctuaciones cambiarias. A su vez, esto puede plantear riesgos para los sistemas financieros y los gobiernos que dependen de empresas más grandes para sus ingresos fiscales, y puede también constituir un pasivo contingente.

La deuda de los hogares sigue siendo el eslabón perdido; aunque ha aumentado sostenidamente en los últimos 17 años, todavía es relativamente baja en la región en comparación con otras economías de mercado. El desarrollo de mercados financieros para los consumidores ha variado mucho en la región y, por lo tanto, también han variado los niveles de deuda de los hogares. Las tasas de interés de las hipotecas y los préstamos no garantizados al consumidor, que son los dos grandes ámbitos donde los hogares se endeudan, han disminuido a lo largo del tiempo, lo cual ha contribuido a mantener la trayectoria sostenida de préstamos en la región. Sin embargo, la región debe profundizar sus mercados financieros para permitir que más hogares obtengan préstamos para circunstancias excepcionales, como problemas de salud, financiamiento de la vivienda y otros bienes durables, y para favorecer el consumo.

Contar con mejores instituciones fiscales es esencial. La presencia de marcos macrofiscales más robustos y de reglas fiscales de alta calidad puede impedir los picos de la deuda, las posibles crisis y una mayor prociclicidad de la política fiscal (Gómez-González, Valencia y Sánchez, 2022). La transparencia y el hecho de tener mejores instituciones fiscales también influirían en la evolución del SFA. Por ejemplo, el aprovisionamiento para contar con pasivos contingentes mejoraría la predictibilidad de obligaciones futuras y proporcionaría a los gobiernos instrumentos para mitigar el

impacto sobre la deuda. Entre los factores cruciales para evitar picos de la deuda cabe citar la gestión prudente y la prevención de pasivos ocultos mediante la promoción de regulaciones adecuadas, y la supervisión de los pasivos subnacionales y de empresas de propiedad estatal. Contar con mejores instituciones también puede asegurar que el gasto se utilice adecuadamente. Tan solo el hecho de mejorar la eficiencia del gasto podría generar ahorros considerables.³⁵

De este análisis se desprenden varias implicaciones de políticas. Los sucesivos picos de la deuda pública generaron grandes aumentos de la misma. Estos picos tienden a ocurrir cuando los balances fiscales se deterioran y, en consecuencia, suben las tasas de interés; los grandes SFA y las depreciaciones del tipo de cambio, ante la presencia de deudas en dólares, agravan el problema. Las buenas instituciones fiscales son cruciales para limitar los picos de deuda y asegurar que esta última sea sostenible a lo largo del tiempo (véase el capítulo 5). A su vez, la sostenibilidad de la deuda debería impedir los deterioros bruscos y simultáneos de los balances fiscales y las subas de las tasas de interés. Como se señaló en el capítulo 3, el desarrollo de mercados locales puede contribuir a la diversificación para tomar distancia con la deuda en moneda extranjera.

³⁵ Izquierdo, Pessino y Vuletin (2018) estimaron estos ahorros en un 4,4% del PIB.

La sostenibilidad de la deuda: más importante que nunca

La sostenibilidad de la deuda es uno de los pilares fundamentales de las finanzas públicas. Una gestión adecuada y responsable de la deuda pública es necesaria para la provisión eficiente y fluida de los bienes públicos. La gestión contracíclica de la política fiscal requiere que los países tengan acceso a financiamiento en los momentos de estrés fiscal a la vez que generan confianza en su capacidad futura de pago.

Como es sabido, la deuda ha aumentado progresivamente en la región hasta la crisis de la COVID-19, cuando los países emitieron montos considerables para financiar las respuestas fiscales. En ese contexto, resulta evidente la necesidad de disminuir los niveles de deuda para reducir los riesgos que presentan y que la mejor manera de realizar los ajustes requeridos variará según las características de cada país, lo que debe hacerse cuidando de minimizar los impactos en el crecimiento al tiempo que se disminuyen los pagos del servicio de la deuda.

En las últimas décadas, con el aumento de la deuda pública, la sostenibilidad ha constituido un tema central en los debates entre académicos, responsables de las políticas y participantes del mercado financiero. Comenzando con su definición, varios documentos académicos recientes han intentado afinar su significado, analizar los conceptos vinculados y aplicarlos a la región.¹

Este capítulo analiza el concepto de sostenibilidad de la deuda, los motivos por los que la sostenibilidad fiscal se ha convertido en un desafío para la región, los escenarios de dinámica de la deuda en el período posterior a la pandemia y las fuentes de riesgo que los nuevos shocks trajeron durante 2022. Finalmente, examina la posibilidad de efectuar correcciones moderadas de los niveles de deuda y realizar esfuerzos para llegar a

¹ Dicho grupo de documentos incluye los de D'Erasmus, Mendoza y Zhang (2016); Debrun et al. (2019); Blanchard (2022); González y Hernández (2022); Valencia, Angarita y Arellano (2022), y Valencia, Díaz y Parra (2022).

niveles prudentes con el fin de reducir el riesgo y mejorar los indicadores de asequibilidad de la deuda.

Sostenibilidad de la deuda pública: una definición matizada

Analizar la sostenibilidad de la deuda dista mucho de ser una tarea sencilla. La definición empleada en este capítulo indica que la deuda pública es sostenible si se puede pagar en el corto, mediano y largo plazo, teniendo en cuenta las condiciones financieras y sin la necesidad de realizar ningún ajuste improbable de las políticas ni caer en un incumplimiento de las obligaciones.² Esta definición guarda correspondencia con aquellas utilizadas en Neck y Sturm (2008); FMI (2003); D'Erasmus, Mendoza y Zhang (2016), y Debrun et al. (2019) (gráfico 5.1).

Es importante diferenciar entre el concepto de sostenibilidad y la declaración de que un Estado soberano es solvente. La solvencia implica que el valor de los activos es mayor que el de los pasivos. Por lo tanto, se trata de un concepto sencillo, con la excepción de que en el caso de un país es difícil valorar determinados activos, como autopistas y rutas, edificios o biodiversidad natural, y pasivos, como las garantías que pueden o no activarse u otros créditos contingentes ante el Estado. Aun así, como los valores de los activos están estrechamente relacionados con los flujos de efectivo que generan, la solvencia es una prima cercana

Gráfico 5.1 Características de la sostenibilidad de la deuda



Fuente: Cálculos del equipo del BID.

² Incumplimiento aquí refiere a cualquier reestructuración que reduzca el valor presente para los acreedores, ya sea por medio del desplazamiento de los vencimientos (reperfilación) o a través de un recorte nominal (para mayor información, consúltese el capítulo 10).

de la sostenibilidad; si los valores de los activos son lo suficientemente altos y superan el valor de los pasivos (lo que puede verse en el calendario de pagos), los flujos de efectivo deberían alcanzar para cubrir los pagos de la deuda.

Asimismo, la literatura sobre la deuda soberana con frecuencia distingue entre solvencia y liquidez. Un Estado soberano puede ser solvente, en el sentido de que el valor de los activos supera al de los pasivos, pero también ilíquido, cuando el Estado no dispone de los recursos necesarios para cumplir con un pago de deuda que ha vencido o está por vencer. Por lo general, es más probable que esto ocurra cuando el país ha perdido acceso a los mercados internacionales y no puede refinanciar (volver a endeudarse para pagar) parte del monto que vence. Si bien este capítulo se centra en la sostenibilidad, no es posible separarla totalmente de la solvencia y la liquidez, ya que las condiciones financieras afectan especialmente a estas últimas. Por ejemplo, si los inversionistas creen que es probable que una deuda soberana se enfrente a problemas de liquidez en el futuro, demandarán tasas de interés más altas. A su vez, si esas tasas aumentan demasiado, el Estado soberano también puede volverse insolvente. Por lo tanto, es posible que los problemas de liquidez provoquen insolvencia. Y más aún, en caso de que los inversionistas perciban como probable que una deuda soberana se vuelva insolvente en el futuro, podrían recortar el financiamiento y desatar una crisis de liquidez.

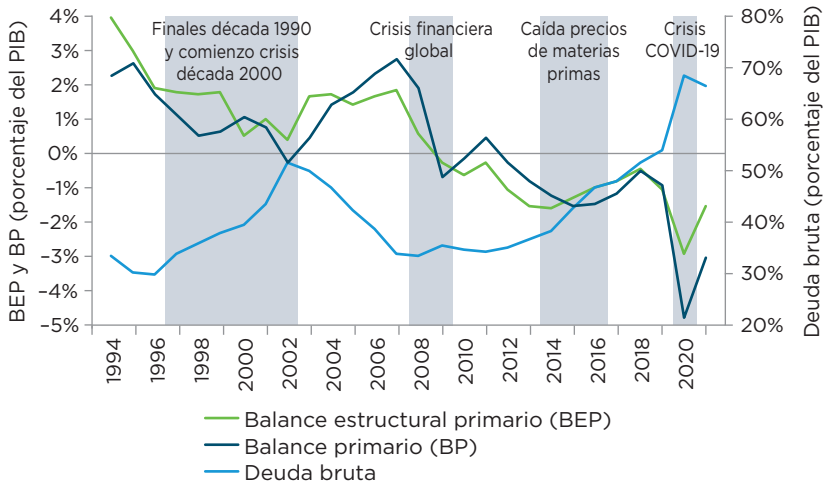
En ese marco, las condiciones de financiamiento actuales de la deuda soberana dependen de la percepción de su solvencia en el futuro y los riesgos de liquidez, lo que abre la puerta a la posibilidad de que se produzcan crisis autocumplidas. Si los fundamentos económicos son sólidos (de manera que, aunque las tasas de interés aumenten, el Estado siga siendo claramente solvente), una deuda soberana puede ser sostenible sin presentar riesgo de una crisis de deuda. En el otro extremo, cuando los fundamentos son débiles, una crisis de deuda puede resultar inevitable. Las crisis autocumplidas pueden producirse también en una zona intermedia; cuando los acreedores, preocupados por el futuro, cobran hoy una tasa de interés más alta, la deuda se vuelve insostenible y dicha tasa se torna justificada. En cambio, si los acreedores hubieran estado satisfechos con una tasa de interés baja, la deuda habría seguido siendo sostenible y la tasa de interés más baja del acreedor tendría justificación. En este caso, se produce un equilibrio múltiple (para un análisis más detallado, véanse los trabajos de Calvo, 1988; Cole y Kehoe, 2000; y Ayres et al., 2018). Cuando se presentan equilibrios múltiples, es difícil predecir el momento en que realmente puede ocurrir una crisis, ya que esto dependerá de si los acreedores se coordinan en un equilibrio bueno (tasa de interés baja y deuda

sostenible) o malo (tasa de interés alta y deuda insostenible).³ El presente estudio considera que la deuda pública es sostenible, pero vulnerable ante el riesgo de liquidez, cuando el Estado resulta solvente bajo el equilibrio con tasas de interés más bajas. Por lo tanto, la gestión de riesgo de liquidez es crucial y se estudiará más detalladamente en el capítulo 6.

Desafíos de la sostenibilidad fiscal

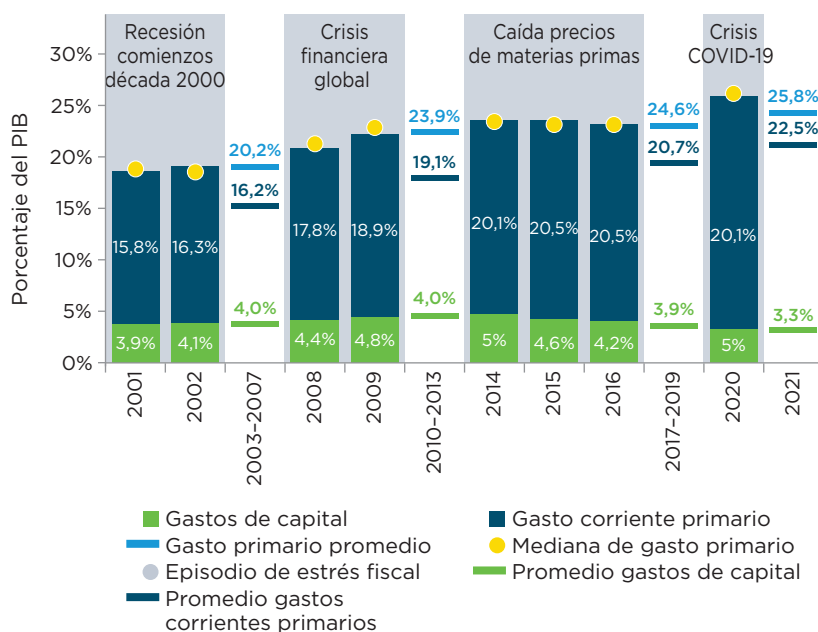
Antes de la crisis financiera global, América Latina y el Caribe consiguió tener superávits fiscales primarios. Sin embargo, después del shock la región acumuló déficits todos los años, algo que impulsó cada vez más los niveles de deuda al alza (véase el gráfico 5.2). De la misma manera, el balance fiscal estructural (una medida del balance que deja fuera factores temporales como altos precios de las materias primas o un alto crecimiento económico) ha permanecido negativo desde la crisis financiera global.

Gráfico 5.2 Balance primario estructural y deuda bruta



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del FMI (2021).

³ Esto depende de las creencias de los acreedores y de lo que conocen acerca de las creencias de los demás (para un posible marco de este tema, consúltese la literatura sobre los juegos globales, como Morris y Shin [2003]). Los equilibrios múltiples posibles también proporcionan un fuerte argumento a favor de un prestamista internacional de última instancia. Por ejemplo, la posibilidad de que el Fondo Monetario Internacional (FMI) proporcione recursos a un país vulnerable pero solvente, en el contexto de un programa, podría reducir la probabilidad de una crisis de liquidez (equilibrio malo) (para un análisis más acabado, véanse Corsetti, Guimarães y Roubini [2006], y Powell y Arozamena [2003]).

Gráfico 5.3 El gasto público primario aumenta durante las crisis

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del FMI (2021).

¿Cuál es el principal factor que explica el deterioro del desempeño fiscal de la región? El gasto público creció en todos los períodos de estrés económico (las crisis de comienzos del 2000, la crisis financiera global, la caída de los precios de las materias primas y, por último, el shock causado por la pandemia de la COVID-19) y proporcionó apoyo a las economías en aquellos períodos. Sin embargo, ese gasto no fue recortado simétricamente en los períodos de fuerte crecimiento (gráfico 5.3). Como consecuencia, el gasto público aumentó del 17% del producto interno bruto (PIB) en promedio en el período 1990-1995, al 28% del PIB en 2020. Un problema subyacente son los sistemas fiscales y de prestaciones que, por diseño, carecen de estabilizadores fiscales automáticos; por lo tanto, en los momentos de crisis económica o estrés económico los gobiernos con frecuencia recurren a gasto fiscal discrecional que luego es difícil de eliminar.⁴ Este patrón ha producido un aumento del gasto en cada crisis y una escasa reducción en otros períodos.

⁴ Los estabilizadores fiscales automáticos se refieren a un sistema de impuestos y prestaciones por el cual los impuestos se reducen y las prestaciones (como los pagos a los desempleados o a los hogares más pobres) aumentan automáticamente en los tiempos malos, pero luego disminuyen de manera automática cuando el crecimiento es mayor.

Los marcos fiscales de la región han mejorado durante los últimos años, pero esas mejoras han sido insuficientes para contrarrestar el patrón de aumento del gasto público. Además, la pandemia de la COVID-19 marcó un contexto sin precedentes, tanto en términos de la profundidad de la recesión y su impacto en los ingresos, como del gasto requerido para el sector de la salud y otras medidas de apoyo. El déficit fiscal estructural disminuyó levemente del 1,9% del PIB en 2020 al 1,1% en 2021, mientras que la recuperación del crecimiento fue mayor que lo previsto y la inflación aumentó bruscamente (Cavallo et al., 2022). En el futuro, los gobiernos no sólo tendrán que buscar la consolidación fiscal, sino también revisar el diseño de las políticas fiscales en materia de impuestos y de gasto público para asegurar la sostenibilidad en tiempos de auge y recesión.

Equilibrio de la política fiscal y el riesgo después de la pandemia

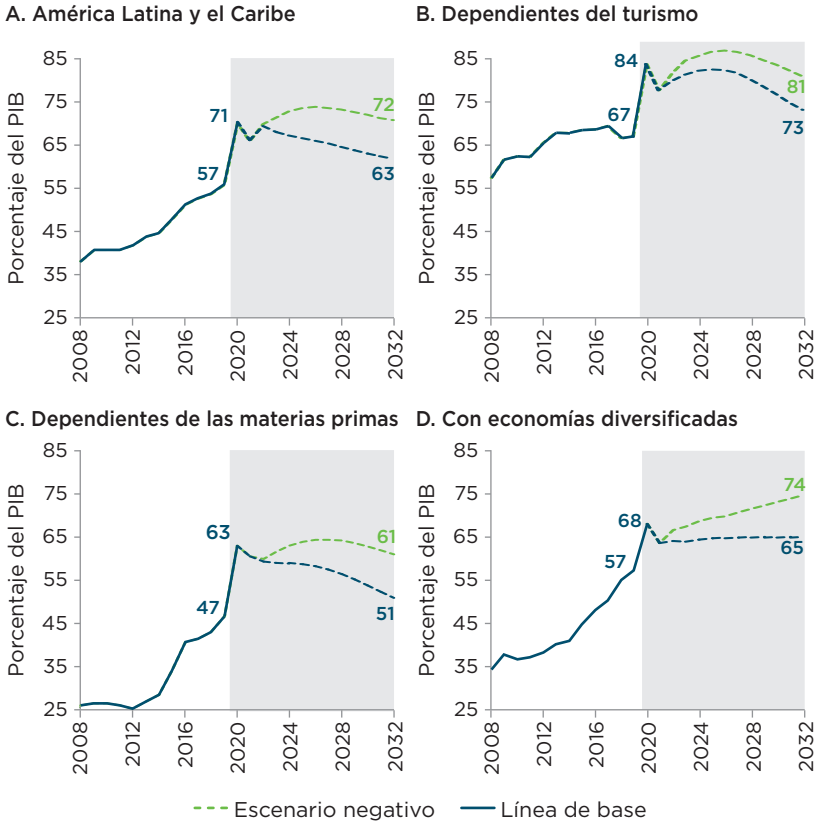
En 2020, la pandemia de la COVID-19 provocó una recesión sin precedentes que alcanzó el 7% del PIB de la región. Las autoridades nacionales apoyaron a los hogares y las empresas con paquetes fiscales de un promedio cercano al 8,5% del PIB, pero con grandes variaciones entre los países (Cavallo y Powell, 2021). La deuda aumentó en casi 15 puntos porcentuales, pasando del 58% del PIB en 2019 al 72% en 2020.

El nivel de esfuerzo fiscal en la respuesta a la pandemia tampoco tuvo precedentes y actualmente los países se enfrentan al desafío de reducir los déficits. Sin embargo, recientemente ha habido shocks adicionales que han incrementado la incertidumbre. La alta inflación ha llevado a la Reserva Federal de Estados Unidos a subir las tasas de interés oficiales, lo que ha generado caídas de las valoraciones en los mercados bursátiles y una valorización del dólar. Los altos niveles de inflación se deben parcialmente a la invasión rusa de Ucrania que impulsó al alza los precios de las materias primas (algunas de las cuales ya habían subido hacia finales de 2021), particularmente el del petróleo. Los precios de las materias primas tienen diferentes impactos dependiendo de si los países son exportadores o importadores y de si mantienen o no subsidios importantes a los combustibles.

Por consiguiente, el panorama es sumamente incierto y distintos tipos de shocks pueden tener un impacto significativo en los países de la región a través de varios canales. En este capítulo se emplea un modelo económico para considerar muchos de estos factores a través de distintos escenarios y realizar un conjunto de experimentos de tipo “qué pasaría si”.⁵ El modelo

⁵ Se emplea un modelo de equilibrio general estructural siguiendo a Leith y Wren-Lewis (2013) y a Walsh (2017). El modelo se estima para los países de la región.

Gráfico 5.4 Proyección de la deuda bruta



Fuente: Cálculos del equipo del BID.

estima los parámetros para la típica economía de América Latina y el Caribe, así como para tres economías típicas de la región: la dependiente del turismo, la que depende de las materias primas y la economía diversificada (Valencia, Angarita y Arellano, 2022). Se generan escenarios para los ingresos fiscales, el gasto público, el pago de intereses y los niveles de deuda bajo un conjunto de supuestos y según los parámetros estimados del modelo.

El gráfico 5.4 muestra los escenarios para la deuda. El escenario base supone sendas para el crecimiento, la inflación, las tasas de interés internacionales y los precios de las materias primas.⁶ El escenario negativo supone un menor crecimiento económico, un aumento extra de cien

⁶ Estos supuestos provienen de Consensus Economics (2022); FOMC (2022); FMI (2022), y los precios futuros de las materias primas.

puntos básicos en las tasas de interés de la Reserva Federal por encima de las proyecciones de la línea de base, y una inflación y precios internacionales de las materias primas más altos, en consonancia con otros shocks de oferta debido a la guerra.

Las estimaciones muestran que, en el escenario base, la deuda seguirá siendo alta para el país típico (promedio) de América Latina y el Caribe en los próximos años. A mediano plazo, la deuda debería disminuir a medida que los desequilibrios fiscales se ajustan. Para el grupo de países dependientes del turismo, que experimentaron superávits primarios antes de la pandemia, los niveles de deuda también se reducen a mediano plazo. La misma dinámica se muestra en el panel B para los países dependientes de las materias primas, debido a ingresos fiscales más altos. Sin embargo, en las economías diversificadas, la deuda se ha estabilizado para aumentar en el mediano plazo. En el escenario negativo, donde las condiciones financieras se vuelven más estrechas, en 2032, el país típico alcanzaría un nivel de deuda bruta de 9 puntos porcentuales del PIB por encima del escenario base. Vale señalar que dichos escenarios se basan en un conjunto de supuestos y en las estimaciones del parámetro empleadas en el modelo. El modelo supone que las políticas que se adopten en los próximos años reflejarán las del pasado, dados los valores de las variables cruciales. En otras palabras, que el ajuste fiscal como respuesta a los niveles de deuda será instrumentado a través de medidas de política fiscal similares a las adoptadas por los países previamente. Cualquier cambio que se produzca en esas políticas, o en los demás supuestos, necesariamente afectaría la precisión de los escenarios. Es decir, si el país típico reacciona a una deuda más alta y a otras variables como en el pasado, la deuda debería disminuir. Aun así, el país típico del grupo necesitaría realizar un ajuste fiscal más fuerte en relación con las respuestas fiscales anteriores para disminuir la deuda.

Este análisis destaca la importancia de definir cómo reaccionarán los países a niveles altos de deuda, determinantes para la sostenibilidad. Si hay confianza en una reacción fiscal robusta, un nivel de deuda elevado puede ser perfectamente sostenible. Sin embargo, puede ser insostenible si no se espera este tipo de ajuste. El recuadro 5.1 desarrolla la idea de una función de reacción fiscal y ofrece un debate más técnico sobre los niveles prudentes de deuda y su sostenibilidad.

Encontrar en el pasado las claves del futuro

Si el nivel de deuda actual es sostenible o no dependerá de las políticas que se adopten, ahora y en el futuro. Asimismo, para analizar la sostenibilidad es posible aplicar la teoría de las funciones de reacción fiscal (FRF).

Recuadro 5.1 Funciones de reacción fiscal

La reacción de la política fiscal ante los altos niveles de deuda es un determinante crucial para su sostenibilidad. Si hay una creencia generalizada en que un gobierno reaccionará enérgicamente para disminuir la deuda cada vez que su nivel crezca y amenace la sostenibilidad, el país podrá sostener niveles más altos de deuda con un riesgo menor.

Un punto de partida para analizar la sostenibilidad es la ecuación estándar que describe la manera en que la deuda evoluciona de un período a otro. La razón deuda/PIB aumenta en relación con el año pasado ($t-1$) hasta este año (t) si la tasa de interés es más alta, y disminuye si la economía crece más rápidamente o si el superávit fiscal primario es más alto, como se especifica en la ecuación (1):

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{1+g_t} d_{t-1} - pb_t \quad (1)$$

Donde pb_t es la razón de balance primario/PIB, d_t es la razón deuda/PIB al final del período t , g_t es la tasa de crecimiento del PIB y r_t es la tasa de interés pagada sobre la deuda pública.

Para que un gobierno sea solvente, la deuda no puede ser mayor que el valor presente neto (NPV, por sus siglas en inglés) de todos los superávits fiscales primarios futuros. Esta intuición da lugar a una restricción presupuestaria intertemporal (IGBC, por sus siglas en inglés) o a la denominada condición no Ponzi. Para entender esto, hay que pensar en una función de reacción fiscal (FRF) donde el balance fiscal del año actual depende del nivel de deuda del período anterior:

$$pb_t = \mu + \rho \cdot d_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Donde ρ determina la fuerza de la reacción fiscal (cuanto más alta sea la deuda del período anterior, mayor deberá ser el superávit fiscal en el período actual), μ es un intercepto y ε_t es un shock aleatorio, al cual se puede definir como cualquier cambio no anticipado en las variables macroeconómicas u otras variables que tiene un impacto en el balance fiscal.

Una serie de artículos de Bohn (1995, 1998, 2007, 2008) destacó el rol de la FRF y demostró que si el superávit fiscal primario aumenta cuando lo hace la deuda ($\rho > 0$), y la deuda es alta ($d_t > \underline{d}$), ya existe condición suficiente para que el valor presente neto de los valores primarios sea mayor que la deuda actual.

En teoría, el país es solvente, el valor presente neto de los balances primarios futuros cubre el valor de la deuda actual y, sin embargo, parece poco realista pensar que la razón balance primario/PIB pueda aumentar sin límites. En efecto, la literatura sugiere que se producirá una *fatiga fiscal*, lo cual implica una razón balance primario/PIB posible (pb^{max}) y una reacción fiscal que se volverá más débil a medida que los niveles de deuda aumenten.⁹

Además, una senda en la que la razón deuda/PIB crece sin límites, eventualmente está destinada a no cumplir la condición suficiente de Bohn y da lugar a una segunda condición, a saber, que la razón deuda/PIB debe ser acotada.

La existencia de un balance primario máximo posible, junto con un límite inferior de la tasa de interés (por ejemplo, la tasa de interés libre de riesgo \bar{r}), genera un límite superior en el lado derecho de la condición no-Ponzi, lo que da:

$$d_{t-1} \leq \frac{1+\bar{g}}{\bar{r}-\bar{g}} \rho b^{max} = \bar{d} \quad (3)$$

Donde r y g son el tipo de interés a la tasa de crecimiento de la economía a largo plazo.

La razón máxima de deuda/PIB sostenible es, por lo tanto, \bar{d} .^b Esta razón iguala los pagos del interés de la deuda y el nivel máximo sostenible de deuda, ajustado por el crecimiento, con el balance primario máximo posible en proporción con el PIB. Cualquier razón superior a este valor sería insostenible y no cumpliría la condición no-Ponzi, por lo que una renegociación de la deuda sería inevitable.

Si a esta situación se añaden la incertidumbre y la posibilidad de incumplimiento, se obtiene que las tasas de interés deben incorporar una prima de riesgo (de manera que los inversionistas estarían en la disyuntiva de invertir en un activo y a tasas libre de riesgo o comprar un bono emitido por una deuda soberana que podría reestructurarse) y que esa prima aumenta a medida que los niveles de deuda o la incertidumbre se incrementen, lo que normalmente debe disminuir el nivel máximo de deuda segura.^c

Un nivel máximo seguro también es congruente con la idea de “intolerancia a la deuda”, como se describe en Reinhart, Rogoff y Savastano (2003). Estos autores encuentran la existencia de niveles de deuda específicos de los países por encima de los cuales la economía podría sufrir una crisis fiscal, similar al umbral \bar{d} . También sugieren que los países en desarrollo tienen umbrales más bajos que los que poseen las economías más avanzadas.

¿Cuándo los balances fiscales primarios mantendrán la deuda sin superar el umbral de deuda segura? Una respuesta completa debería tratar las tasas de interés r_t , el crecimiento g_t y los balances primarios (al menos en parte) como endógenos y dependientes de los niveles de deuda en cada período. Partiendo de la ecuación de dinámica de la deuda (1), y empleando una aproximación lineal a la FRF (ecuación 2), González y Hernández (2022) muestran que la razón deuda/PIB convergerá hacia un valor estable cuando:

$$\left[\frac{(r_t - g_t)}{1 + g_t} - \rho_t \right] < 0 \Rightarrow \rho_t > \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} = \widehat{rg}_t \quad (4)$$

Donde ρ_t es el efecto marginal endógeno de la deuda en el balance primario.

Para asegurar que la razón de deuda es estable, la respuesta del balance primario a la deuda debe ser más de $\frac{r_t - g_t}{1 + g_t}$, lo que en la literatura especializada se conoce como “tasa de interés ajustada por el crecimiento” (\widehat{rg}_t). Esto asegura que, si la deuda aumenta, la respuesta fiscal será suficiente para volver a rebajar su razón con respecto al PIB. Nótese que, a medida que el nivel de la deuda au-

menta, el crecimiento tiende a caer, la tasa de interés puede aumentar y la fatiga fiscal puede debilitar la respuesta fiscal. Además, también es posible que un país que se percibe como más riesgoso (por ejemplo, por tener instituciones fiscales más débiles y/o estar sujeto a sufrir shocks *más grandes*) pague tasas de interés más altas. En esas circunstancias, se reduce el umbral de la deuda segura.

^a Esto sugiere que la función de reacción fiscal será no lineal. Sobre la fatiga fiscal, véanse el capítulo 9 y los trabajos de Ostry et al. (2010); Ghosh et al. (2013); Debrun et al. (2019), y Lozano-Espitia y Julio-Román (2020).

^b Consúltense FMI (2003); Buitier, Persson y Minford (1985); Blanchard (1990); Blanchard et al. (1991); Chalk y Hemming (2000); Neck y Sturm (2008), y Escolano (2010).

^c Para un examen más profundo de la reestructuración de la deuda, véase el capítulo 10.

En concreto, la fortaleza de la reacción ante el aumento de los niveles de deuda —es decir, si la política fiscal reacciona con firmeza para contener mayores aumentos y reducir la deuda— es crucial para determinar si esos niveles serán sostenibles.

Esta sección presenta distintas estimaciones de las FRF en países de la región,⁷ un ejercicio que ilustra la fuerza con que la política fiscal ha reaccionado en el pasado a los aumentos de la deuda. Luego, se examina si dichas reacciones promedio han sido lo bastante fuertes o se hubiese requerido un enfoque más enérgico para asegurar que la deuda sea sostenible en la actualidad.

La base de datos utilizada abarca los 26 países prestatarios del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), con 731 observaciones anuales y de países. Además de los balances primarios y la deuda, la base de datos completa incluye un conjunto de variables macroeconómicas. En algunos países, los datos reunidos se remontan a 1953 y se extienden hasta 2019, lo que permite construir un cuadro histórico y compararlo con el ajuste requerido después del aumento de la deuda en la pandemia de la COVID-19.⁸

Un primer enfoque para estimar una FRF consiste en suponer una relación lineal sencilla entre el nivel de deuda del período anterior (que generalmente coincide con el año anterior) y el balance fiscal de este año, de la siguiente manera:

$$pb_{i,t} = \mu_i + \rho_i \cdot d_{i,t-1} + \Omega_i x_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

⁷ Para más detalles, véase González y Hernández (2022). La metodología empleada es similar a la utilizada por D'Erasmus, Mendoza y Zhang (2016), que estima las FRF para Estados Unidos entre 1791 y 2014, y para las economías avanzadas y emergentes entre 1951 y 2013. Ghost et al. (2013) utilizaron el enfoque FRF para calcular el espacio fiscal, la diferencia entre los niveles de deuda actuales y el límite de deuda.

⁸ Para más detalles sobre la disponibilidad de datos para cada país, véase González y Hernández (2022).

Donde $pb_{i,t}$ es el balance fiscal del país que corresponde al año t , y $d_{i,t-1}$ es la deuda del año anterior.⁹ El parámetro ρ_i luego determina la fuerza de la reacción del balance fiscal en diferentes niveles de deuda. Si este parámetro es suficientemente positivo, de modo que el país tendría superávits fiscales considerablemente más grandes si los niveles de deuda subieran, dicha deuda tendría más probabilidades de ser sostenible. Las variables representadas por $x_{i,t}$ son lo que se denomina controles, e incluyen el crecimiento, las variables fiscales, la inflación y las variaciones en el tipo de cambio.¹⁰

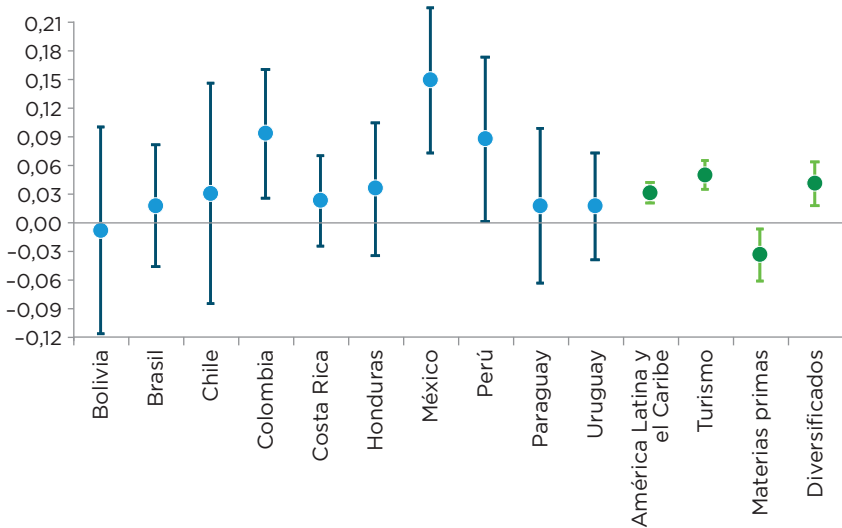
Estos análisis siempre presentan una disyuntiva respecto de la posibilidad de incluir más puntos de datos (países, años) para proporcionar estimaciones más precisas o excluir esos puntos que de alguna manera son excepcionales. En el presente análisis, los países que entraron en incumplimiento durante el período de la muestra han sido excluidos para los lapsos que abarcan incumplimiento y renegociación, al igual que los años de los países con niveles muy altos de inflación. El gráfico 5.5 muestra los resultados para el coeficiente ρ_i que es la variable crítica que gobierna la reacción del balance fiscal a la deuda en los 10 países con más de 30 observaciones luego de las exclusiones: Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Honduras, México, Paraguay, Perú y Uruguay. En tres economías (Colombia, México y Perú) la estimación puntual (ρ_i) es positiva y significativa, y satisface la primera condición de sostenibilidad (véase el recuadro 5.1). En otros países, la estimación puntual para el coeficiente es generalmente positiva, pero no estadísticamente significativa.

Es relevante señalar que, al agrupar la muestra completa de 26 países con un total de 731 observaciones anuales, se produce un coeficiente positivo y significativo. Este resultado representa una respuesta regional promedio del déficit primario frente a un cambio en la deuda.

Sin embargo, los países varían en muchos aspectos en toda la región. Considerando la estructura económica general, el gráfico 5.5 también

⁹ Si bien las FRF generalmente no son lineales, las economías tienden a gravitar hacia el equilibrio estable a largo plazo d^* . Esto significa que la estimación de un FRF lineal debería recoger, en el coeficiente ρ , la pendiente de la FRF en la vecindad de d^* . Un ρ negativo significa, en general, que la economía se encuentra en una parte decreciente de la FRF, lo que sugiere fatiga fiscal y una senda de deuda potencialmente insostenible. Cuando es positivo, indica que el balance primario soberano reacciona rápidamente frente a niveles de deuda más altos. Comparar un coeficiente positivo con la tasa de interés ajustada por el crecimiento promedio permite evaluar si la economía se dirige hacia un equilibrio estable.

¹⁰ Se supone que el término de error sigue un proceso AR(1): $\varepsilon_{i,t} = \alpha \varepsilon_{i,t-1} + u_{i,t}$ para dar cuenta de las variables omitidas persistentes.

Gráfico 5.5 Reacción de los balances fiscales a los niveles de deuda

Fuente: Cálculos del equipo del BID sobre bases de datos estandarizadas y fuentes nacionales.

Nota: El punto es el coeficiente estimado de la deuda rezagada, mientras que las barras de error son el intervalo de confianza del 90%. El grupo de países dependientes del turismo incluye a Bahamas, Barbados, Belice, Haití, Jamaica, Panamá, República Dominicana y Uruguay. El grupo de exportadores de materias primas está formado por Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, Paraguay, Perú, Suriname y Venezuela. El grupo de países con economías más diversificadas abarca a Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y Trinidad y Tobago.

presenta resultados para grupos de países según sean exportadores de materias primas, dependientes del turismo o sus economías estén más diversificadas.¹¹ La respuesta de los balances fiscales a la deuda en los grupos de países dependientes del turismo y con economías diversificadas es positiva y significativa, mientras que la correspondiente al grupo exportador de materias primas es negativa y significativa. Por lo tanto, cuando la deuda aumentó en este último grupo, la respuesta fiscal pasó por incrementar los déficits, y no por aumentar los superávits. Y las disminuciones de la deuda se asociaron con incrementos de los superávits. Esta última dinámica implica períodos de auge de las materias primas cuando el gasto aumentó, pero el ingreso de las materias primas aumentó más, mientras

¹¹ Esta clasificación sigue a Cavallo et al. (2022). Para los países dependientes del turismo, al menos el 15% de sus exportaciones provinieron de esta actividad, mientras que, para el grupo exportador de materias primas, al menos el 60% de sus exportaciones se explican por este concepto. El resto de los países se encuentra en el grupo con economías más diversificadas. Para más detalles, véase el apéndice de datos.

que el crecimiento del déficit coincidió con las caídas de las materias primas, que, de manera optimista, fueron consideradas pasajeras induciendo a un mayor endeudamiento. En general, los países exportadores de materias primas de la región no siguieron la consigna tradicional y conservadora de que los auges deberían considerarse pasajeros mientras que las caídas deberían ser tratadas como permanentes.

Una reacción positiva del balance fiscal/deuda no es suficiente para asegurar la sostenibilidad, sino que la relación tiene que superar un nivel particular dado por una “tasa de interés ajustada por el crecimiento”, que tiene en cuenta el impacto del nivel de deuda en las tasas de interés y el crecimiento.

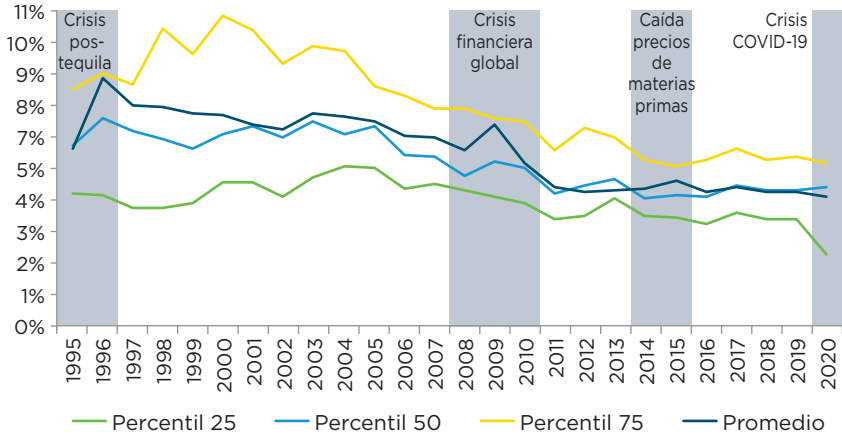
El impacto de la deuda en las tasas de interés y el crecimiento

Dado que la deuda tiene un impacto en las tasas de interés y en el crecimiento, es importante tener en cuenta estos efectos a la hora de considerar la reacción fiscal requerida para asegurar que un determinado nivel de deuda es sostenible. Sin embargo, los gobiernos soberanos contraen deuda de muchas maneras diferentes, ya que para ello utilizan diversos instrumentos con vencimientos variables, en numerosas monedas y provenientes de diferentes tipos de prestamistas. Por lo tanto, hay que tener en cuenta las múltiples y distintas tasas de interés. Aun así, es posible emplear una tasa de interés anual implícita única sobre la deuda a partir de dividir el total correspondiente a los pagos de intereses por la deuda total. Esta tasa de interés implícita se utiliza frecuentemente en los análisis de sostenibilidad de la deuda.

A finales de los años noventa, la economía mediana de la región destinaba cada año cerca del 7% de su deuda pendiente al pago de intereses (gráfico 5.6). Los altos niveles de liquidez internacional, fruto de la política monetaria expansiva de las economías avanzadas, situaron la tasa de interés implícita mediana por debajo del 5%, antes de la crisis de la COVID-19.

Además de su efecto en la tasa de interés, los niveles altos de deuda también tienen un impacto en el crecimiento (véase el capítulo 8). En ese sentido, muchas tasas de crecimiento podrían emplearse en los análisis de sostenibilidad de la deuda. Por un lado, si toda la deuda estuviera en moneda local, se podría sostener que, para evaluar la sostenibilidad, la deuda debería ser analizada en relación con el PIB nominal (y el crecimiento nominal). En el otro extremo, si toda la deuda estuviera en dólares estadounidenses, la medición del PIB (y el crecimiento) en dicha moneda parecería ser lo más apropiado. En la práctica, la mayoría de los

Gráfico 5.6 Impacto de las tasas de interés implícitas medianas y promedio en la deuda



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Mauro et al. (2013) y FMI (2021).

países tienen deuda en moneda local y extranjera, y también en moneda nacional, pero indexada a la inflación, en cuyo caso el crecimiento del PIB real sería la referencia natural.

Semejante a la tasa de interés implícita, la tasa de crecimiento g_t que aparece en la ecuación de la dinámica de la deuda (1) es una tasa de crecimiento implícita y un promedio ponderado de las tasas de crecimiento del PIB nominal, real y en dólares, donde las ponderaciones son la fracción de la deuda en cada una de estas unidades. Esa tasa de crecimiento se puede recuperar implícitamente a partir de la ecuación de la dinámica de la deuda:

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{1+g_t} d_{t-1} - p_{bt} = \frac{d_{t-1}}{1+g_t} + \frac{r_t D_{t-1}}{Y_t} - p_{bt} = \frac{d_{t-1}}{1+g_t} - \frac{OB_t}{Y_t} \tag{6}$$

Donde d_t es la razón deuda/PIB, $\frac{r_t D_{t-1}}{Y_t}$ es el interés de la deuda pagado en el período t como fracción del PIB, y OB_t es el balance fiscal total (es decir, el balance primario más los pagos de intereses). De esta relación, se sigue que la tasa de crecimiento implícita es:

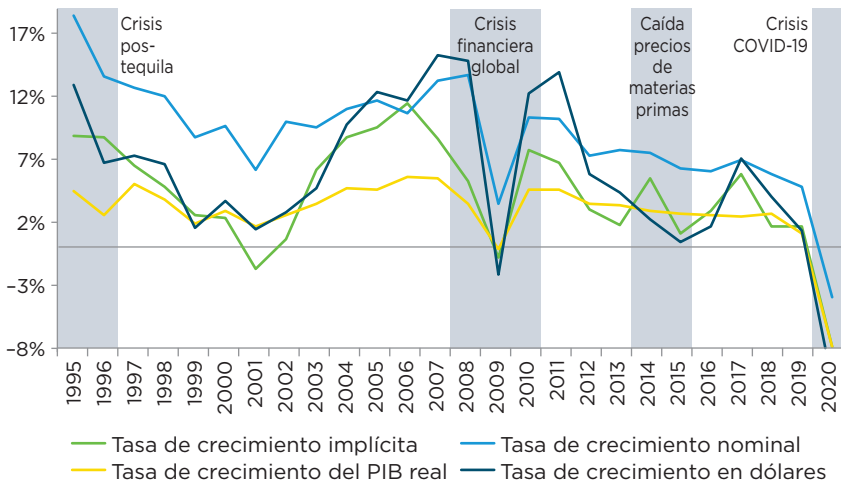
$$g_t = \frac{d_{t-1}}{d_t + ob_t} - 1 \tag{7}$$

Donde todas las variables en minúscula representan fracciones del período PIB t .

El gráfico 5.7 muestra la evolución de la tasa de crecimiento implícita mediana para la región y la compara con medidas alternativas de crecimiento calculadas a partir de la medición del PIB en moneda local, en dólares y en términos reales. Como se puede ver, en general la tasa de crecimiento implícita se encuentra en el medio de las estimaciones, tiende a superar la tasa de crecimiento real y es menor que la tasa de crecimiento en términos nominales o en dólares estadounidenses.

Una advertencia importante a propósito de las tasas de interés y de crecimiento implícitas es que su cálculo supone que no se produce ninguna renegociación ni incumplimiento. Durante los períodos de impago, el país no paga el interés y el principal debidos, pero la deuda sigue apareciendo en las estadísticas de la deuda, lo cual sesga el cálculo de la tasa de interés implícita. Además, la renegociación de la deuda modifica el monto pendiente de la deuda —y, por lo tanto, la razón deuda/PIB—, sin que exista ningún pago ni crecimiento del producto. Por lo tanto, todas las tasas de interés y de crecimiento implícitas informadas excluyen los períodos de impago.¹²

Gráfico 5.7 Tasas medianas de crecimiento del PIB



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Mauro et al. (2013) y FMI (2021).

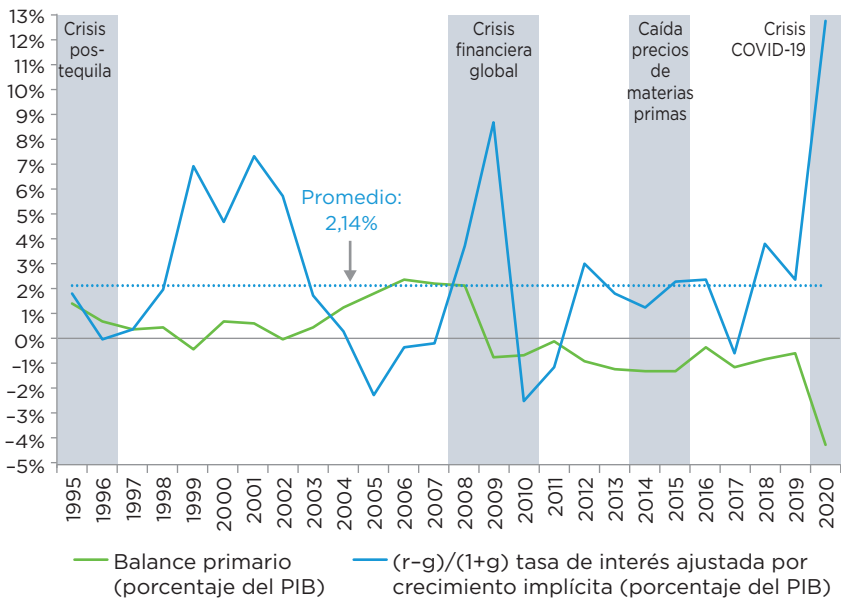
¹² Este debate también descarta otras causas de diferencias entre el cambio en la deuda y los componentes de la ecuación de la dinámica de la deuda, como el término de ajuste *stock-flow* o las partidas presupuestarias “extraordinarias”, que provocan modificaciones en la deuda. En la base de datos, se excluyen los períodos con tasas de crecimiento implícitas muy altas o bajas. Lo importante es que la tasa de crecimiento implícita captura la mayor parte de los componentes del crecimiento de la evolución de la razón deuda/PIB, y es una manera sencilla de aproximar el promedio ponderado preciso descrito más arriba.

Habiendo definido las tasas de interés y de crecimiento implícitas, el próximo paso consiste en comparar el balance primario con la tasa de interés ajustada por el crecimiento para evaluar si la región adoptó una política fiscal suficientemente enérgica para mantener la sostenibilidad, dados los aumentos de la deuda. En el conjunto de la región, y en todos los grupos de países —con excepción de los dependientes de las materias primas—, la respuesta en el balance primario ante un incremento de la deuda es mayor que la tasa de interés ajustada por el crecimiento en el nivel de confianza del 95% (véase el gráfico 5.8).¹³ Por lo tanto, la respuesta fiscal del país típico de la región —y de los grupos dependientes del turismo y con economías diversificadas— implica la sostenibilidad.¹⁴

En el caso del grupo de países dependientes de las materias primas, la deuda ha crecido rápidamente en las últimas dos décadas desde niveles relativamente bajos; sin embargo, la respuesta fue una reacción fiscal que no era consistente con una razón de deuda estable. Esto coincidió con el

Gráfico 5.8 Balance primario mediano, tasa de interés y deuda

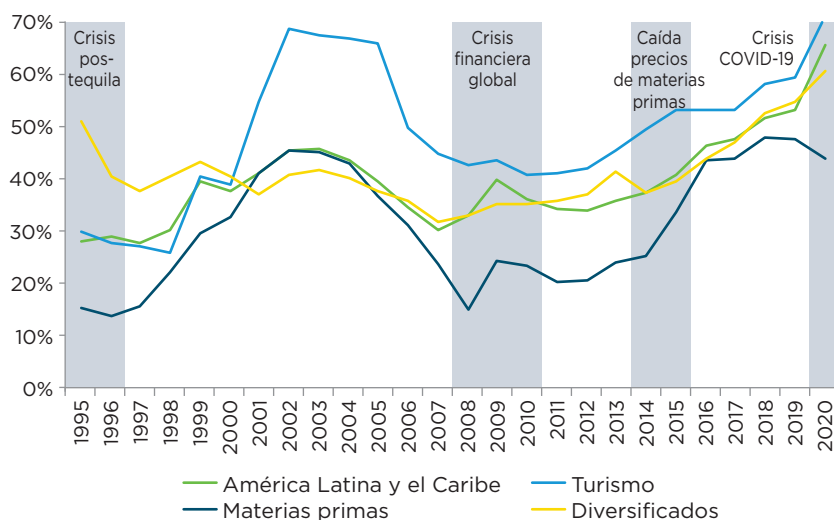
A. Balance primario y tasa de interés



(continúa en la página siguiente)

¹³ La tasa de interés ajustada por crecimiento para la región es del 2,1%.

¹⁴ En la muestra, la tasa mediana de interés ajustada por crecimiento fue positiva en 425 observaciones y negativa en 305. Además, tiende a aumentar durante las crisis a medida que los balances primarios se deterioran.

Gráfico 5.8 Balance primario mediano, tasa de interés y deuda*(continuación)***B. Deuda regional y por grupos de países (porcentaje del PIB)**

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Mauro et al. (2013) y FMI (2021).

Nota: La muestra excluye los períodos de impago; r y g corresponden, respectivamente, a la tasa de interés implícita y la tasa de crecimiento implícita. El promedio $(r-g)/(1+g)$ es el promedio a lo largo del tiempo de las medianas transaccionales desde 1995 hasta 2019.

auge de las materias primas impulsado por China (para más detalles a este respecto, véanse el panel B del gráfico 5.8 y la sección siguiente).

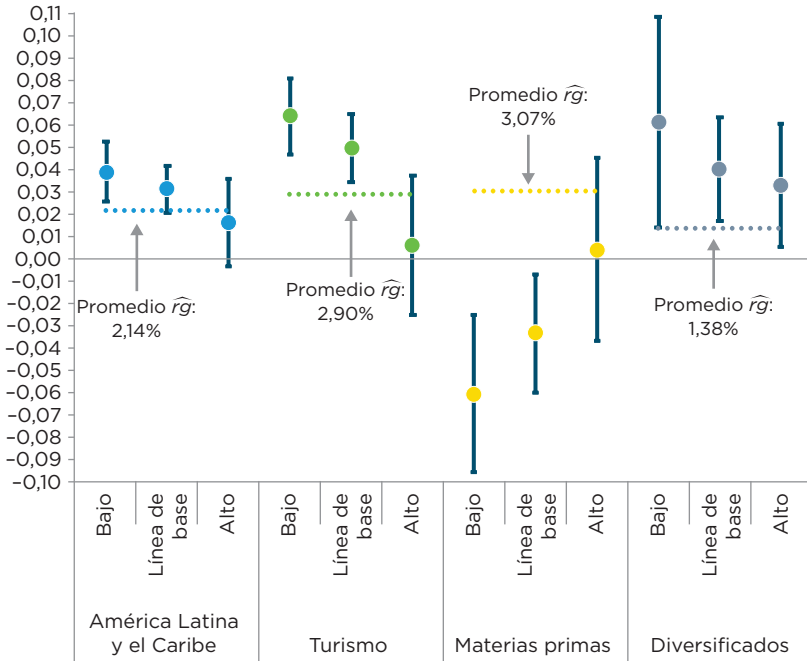
La fatiga fiscal: permitir una respuesta más débil con niveles de deuda más altos

Los resultados señalados en la sección anterior suponen una respuesta fiscal constante, pero en la práctica esto puede variar con el nivel de deuda. La fatiga fiscal se puede producir con niveles más altos de deuda, y reducir la respuesta fiscal.

El gráfico 5.9 compara la reacción del balance primario frente a la deuda cuando esta se sitúa por encima y por debajo de su valor mediano.¹⁵ Cuando la deuda se sitúa por encima del valor mediano, si bien la respuesta fiscal en promedio es mayor que la tasa de interés ajustada por el

¹⁵ González y Hernández (2022) encuentran resultados equivalentes utilizando los percentiles 75 y 90, y formas polinomiales. A los fines de estos cálculos, los episodios de impago han sido excluidos.

Gráfico 5.9 Respuestas fiscales más débiles con niveles de deuda más altos



Fuente: Cálculos del equipo del BID con bases de datos estandarizadas y fuentes nacionales.

Nota: El punto es el coeficiente estimado de la deuda rezagada, mientras que las barras de error son el intervalo de confianza del 90%; r y g corresponden a la tasa de interés implícita y la tasa de crecimiento implícita, respectivamente. El promedio \widehat{rg} , es el tiempo promedio de las medianas transaccionales desde 1995 hasta 2019 de la tasa de interés implícita ajustada por el crecimiento. Los altos niveles de deuda se refieren a periodos sin incumplimiento y en el que la razón deuda/PIB se sitúa por encima del percentil 50 de cada país, mientras que los niveles bajos de deuda se refieren a periodos sin incumplimiento y en el que la deuda se sitúa por debajo de ese umbral. Para una descripción de los países incluidos en cada grupo, véase la nota al pie del gráfico 5.5.

crecimiento, no es estadísticamente mayor que este valor crítico a un nivel de tolerancia del 95%. Por lo tanto, se observa que con altos niveles de deuda, la respuesta fiscal no fue lo bastante robusta para garantizar la sostenibilidad a un alto nivel de confianza. Dado que la deuda actual es más alta que en los niveles históricos empleados para este análisis —posterior a la crisis de la COVID-19—, la reacción fiscal deberá exceder la observada en el pasado con el fin de asegurar la sostenibilidad de la deuda.

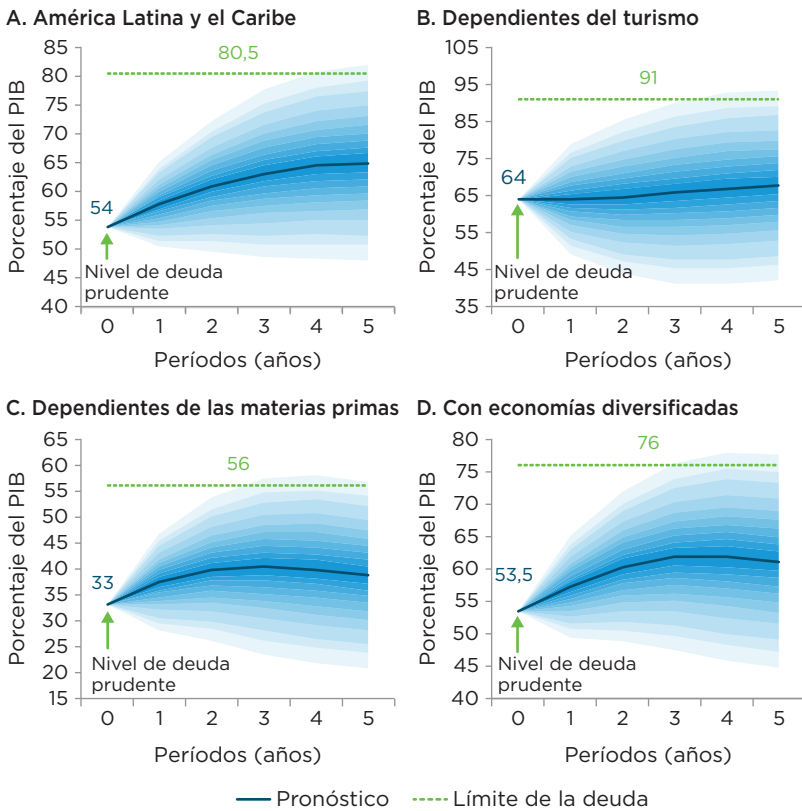
Prepararse para lo peor: niveles de deuda prudentes versus niveles de deuda sostenibles

Dados los costos y las dificultades que existen para reducir la deuda, así como la presencia de la fatiga fiscal, los países harían bien en mantener

niveles de deuda por debajo de ese nivel, que —únicamente— garantiza la sostenibilidad. Ese sería un nivel de deuda prudente, y no solo sostenible. Dado que los shocks siempre se pueden producir, dicho nivel se puede definir como uno que asegura que la deuda siga siendo sostenible, aun cuando se produjera una crisis caracterizada por un amplio conjunto de shocks negativos.

Los niveles de deuda prudentes se estiman de tal manera que, con una determinada probabilidad, la deuda se mantiene por debajo del nivel de deuda sostenible máximo. La metodología emplea miles de simulaciones estocásticas en un tipo de análisis Montecarlo que se puede ilustrar mediante un gráfico en forma de abanico (gráfico 5.10). Los riesgos contenidos en la metodología incluyen la depreciación de la moneda, los incrementos de las tasas de interés, los shocks del crecimiento y las variables fiscales, entre otros factores.

Gráfico 5.10 Límites de la deuda y niveles de deuda prudentes



Fuente: Cálculos del equipo del BID.

Los resultados señalan que el nivel prudente de deuda en el país típico de la región se encuentra cerca del 54% del PIB. Al considerar los grupos de países, las economías dependientes de las materias primas tienen niveles de deuda prudente más bajos, dado que los shocks que pueden tener un impacto en estas economías tienden a ser de mayor magnitud. Las economías diversificadas típicas tienen un nivel de deuda prudente, similar al del típico país de la región, mientras que los países dependientes del turismo tienen niveles de deuda prudentes algo más altos.¹⁶

Esta metodología de establecer niveles de deuda prudentes se basa en un análisis prospectivo, y resulta útil para comparar estas estimaciones con otros enfoques y probar su robustez. La sección siguiente analiza episodios de crisis fiscales pasadas y determina los niveles de deuda que desataron esos eventos a través de una metodología de tipo alerta temprana. Luego, los resultados se comparan para estimar niveles de deuda prudentes más robustos.

El valor de un sistema de alerta temprana

Los sistemas de alerta temprana (SAT) están compuestos por un conjunto de indicadores que, al cambiar de valor bruscamente o entrar en zonas rojas, señalan una mayor probabilidad de que se desate una crisis fiscal.

Una crisis fiscal se define como un evento que tiene lugar ante la ocurrencia de cualquiera de las siguientes condiciones: i) el aumento brusco en el riesgo de impago (o crisis de liquidez); ii) se acuerda un financiamiento con el FMI a gran escala; iii) las tasas de inflación son muy altas, o iv) el país pierde acceso al financiamiento de los mercados.¹⁷

Dos modelos de alerta temprana son el enfoque de señales¹⁸ y los instrumentos de aprendizaje automático (*machine learning*). Ambos permiten que el riesgo macrofiscal sea clasificado según las características específicas del país. El modelo de señales identifica los mejores predictores de crisis fiscal y encuentra un umbral para cada una de estas variables. El sistema recibe una señal siempre que un indicador supere el umbral; cuantas más variables envíen señales, mayor será el riesgo de estrés fiscal.

¹⁶ El gráfico 5.10 muestra los resultados de calibración de los niveles de deuda prudente en la región a lo largo de cinco años. Para cada grupo de países, el nivel prudente asegura una probabilidad del 90% de que la deuda se mantenga por debajo de su deuda máxima. Nótese que el análisis no incorpora completamente todos los impactos de la pandemia de la COVID-19 en los países dependientes del turismo.

¹⁷ Véase, por ejemplo, Baldacci, Gupta y Mati (2011); Hernández de Cos et al. (2014); Gerling et al. (2017), y Beers y de Leon-Manlagnit (2019).

¹⁸ Véase Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998).

Cuadro 5.1 Niveles de deuda seguros: comparación de resultados según las metodologías (porcentaje del PIB)

Metodología		Grupos de países			
		América Latina y el Caribe	Dependientes del turismo	Dependientes de materias primas	Con economías diversificadas
Modelo de alerta temprana	Modelo de señales	55%	70%	42%	43%
	Aprendizaje automático	46%	64%	32%	42%
Niveles de deuda prudentes (fatiga fiscal)	Simulaciones de Montecarlo	54%	64%	33%	54%
Nivel de deuda prudente promedio		52%	66%	36%	46%
Nivel de deuda real (2021)		67%	78%	61%	63%

Fuente: Cálculos del equipo del BID.

Sin embargo, una de las principales debilidades de esta metodología consiste en que no permite correlaciones entre las diferentes variables que predicen una crisis. De manera alternativa, los modelos de aprendizaje automático admiten correlaciones entre variables. El más tradicional es el modelo *logit*, que estima los determinantes del estrés fiscal y el respectivo umbral de deuda. Sin embargo, los resultados son sensibles ante las agrupaciones de países y variables.

Este capítulo estima varios modelos que utilizan técnicas distintas para encontrar una agrupación robusta de indicadores.¹⁹ Los modelos considerados como los mejores para predecir crisis se identifican utilizando pruebas estándar.²⁰ Un nivel de deuda seguro para el país típico de la región debería oscilar entre el 46% y el 55% del PIB, según la metodología empleada (véase el cuadro 5.1). Los resultados muestran niveles del 42% al 43% para el grupo de países con economías diversificadas, algo más altos para los dependientes del turismo y niveles más bajos para los dependientes de las materias primas.

Al conectar el enfoque SAT con el marco de sostenibilidad de la deuda, es importante señalar que los umbrales de la deuda identificados

¹⁹ Esto incluye el enfoque de señales y varios otros de aprendizaje automático.

²⁰ Véase Valencia, Díaz y Parra (2022) para más detalles. La metodología sigue a Apley y Zhu (2020) y emplea la técnica de efecto local acumulado (ELA) para aislar los efectos marginales de las variables en la predicción de crisis fiscales, incluido el nivel de deuda.

están relacionados con la fatiga fiscal. Estos niveles de deuda no indican una crisis fiscal inminente, sino un aumento importante de la probabilidad de crisis a mediano plazo debido a una combinación de shocks (tasas de interés más altas, menor crecimiento o shocks fiscales) y fatiga fiscal. El hecho de que ambas metodologías arrojen resultados similares genera una mayor confianza en estas conclusiones. Los niveles de deuda seguros que se estiman se sitúan considerablemente por debajo de los niveles actuales después del shock por la crisis de la COVID-19. Por lo tanto, a la mayoría de los países les convendría adoptar políticas fiscales para rebajar la deuda a niveles más seguros con el fin de reducir riesgos, así como para impulsar el crecimiento (véase el capítulo 8) y facilitar el acceso al financiamiento.

Política fiscal para converger hacia niveles prudentes de deuda

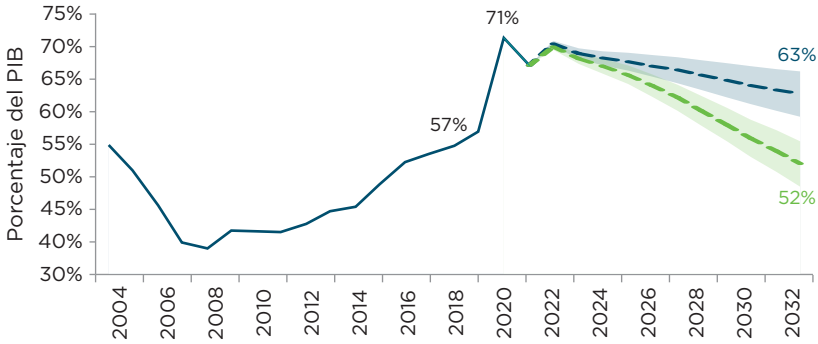
Los niveles prudentes de deuda estimados más arriba se basan en datos históricos, emplean funciones de reacción fiscal históricas y valores de variables destacadas, y tienen en cuenta las características de cada país, incluida la calidad de las instituciones fiscales. Para reducir el riesgo, los países podrían reducir la deuda a estos niveles prudentes, mejorar las instituciones fiscales para aumentar la capacidad de manejar la deuda con menor riesgo, o realizar una combinación de estas dos medidas.

A modo de ejercicio, se consideran los países que solo reducen la deuda y se comparan dos escenarios. El primero es un escenario base en el que se predicen los niveles de deuda y la política fiscal es endógena, ya que constituye una función de la deuda y de otras variables macroeconómicas. Un segundo escenario, denominado “ancla de la deuda”, se basa en una política fiscal diseñada para que la deuda converja a los niveles prudentes estimados anteriormente.

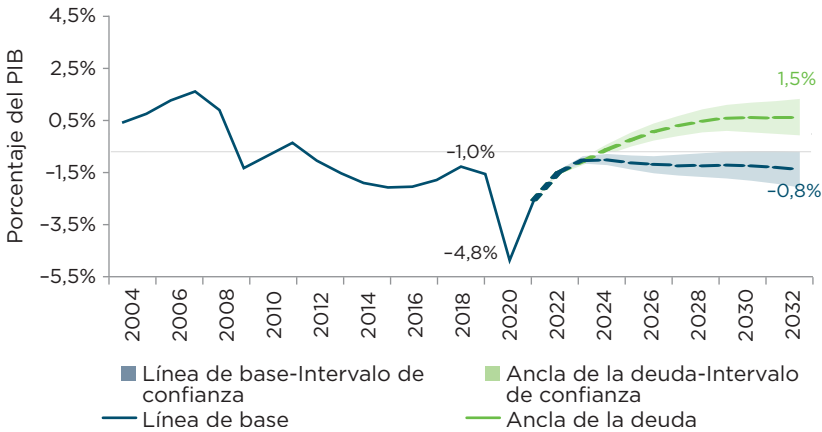
En ambos escenarios, la deuda aumenta en 2022 porque la política fiscal sigue siendo algo expansiva, el crecimiento disminuye después de la fuerte recuperación del 2021, y la política monetaria y las condiciones de financiamiento se vuelven más estrictas. En los años posteriores, las razones de deuda/PIB disminuyen. En el escenario base, los países alcanzan un déficit primario del 0,8% del PIB (promedio para el período 2022–32) y la deuda disminuye progresivamente hasta alcanzar un 63% del PIB en 2032. En el escenario de ancla de la deuda, se requiere un superávit primario del 1,5% del PIB (promedio para el período 2022–32); a ese valor, la deuda se reduce más rápidamente y logra el nivel prudente del 52% del PIB para 2032 (gráfico 5.11). Por lo tanto, en la región será necesario aumentar los superávits fiscales cerca de un 1,5% del PIB en promedio (en comparación

Gráfico 5.11 Deuda bruta y escenarios de balance primario en América Latina y el Caribe

A. Deuda bruta



B. Balance primario



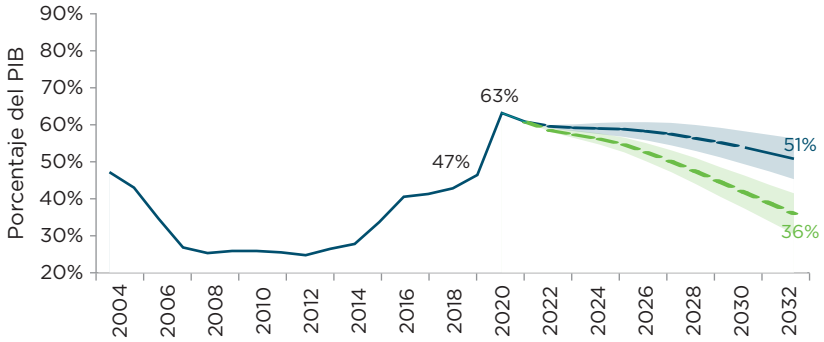
Fuente: Cálculos del equipo del BID.

con el escenario base) para alcanzar el nivel prudente de deuda estimado dentro de una década.

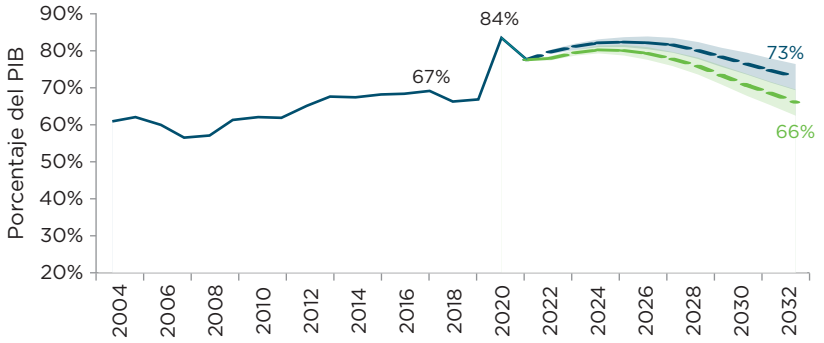
Estas estimaciones varían según los grupos de países. En el escenario de ancla de la deuda, los países dependientes de las materias primas requieren un superávit fiscal primario del 1,3% del PIB entre 2022 y 2032 para lograr el nivel de deuda prudente anteriormente estimado en el escenario de ancla de la deuda, lo que equivale a un 1,8% del PIB por encima del balance primario en el escenario de línea de base. En los países dependientes del turismo, el superávit fiscal promedio en el escenario de ancla de la deuda es del 1,6% del PIB, contra el 0,8% en el escenario de línea de base, y en las economías diversificadas el superávit es el 1% en el escenario de ancla de la deuda y del 0,4% en el escenario de línea de base, respectivamente.

Gráfico 5.12 Escenarios de deuda bruta para grupos de países

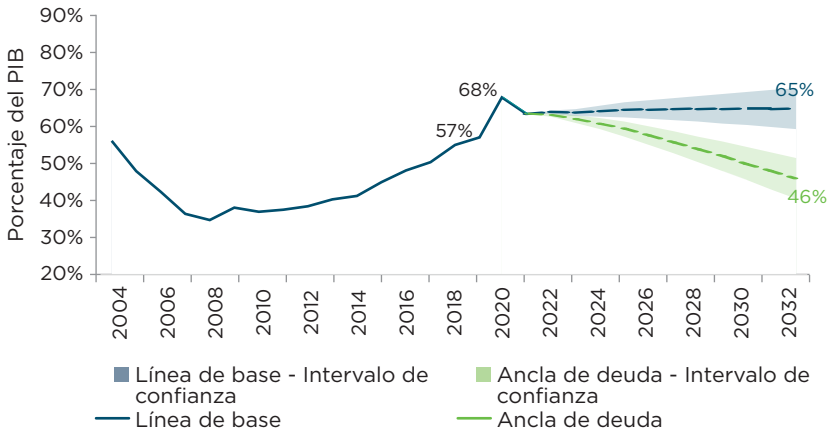
A. Dependientes de las materias primas



B. Dependientes del turismo



C. Con economías diversificadas

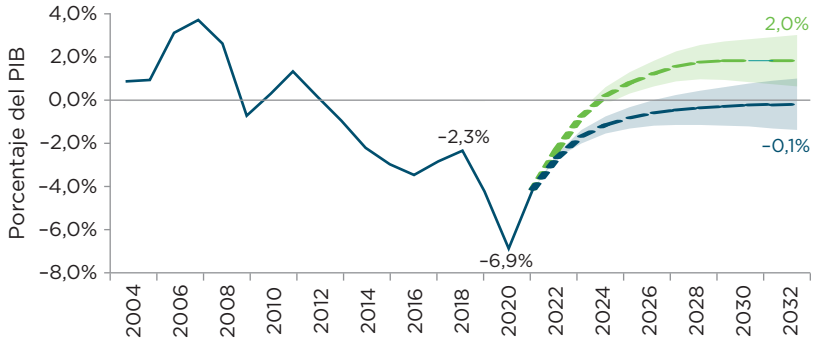


■ Línea de base - Intervalo de confianza
— Línea de base
■ Ancla de deuda - Intervalo de confianza
— Ancla de deuda

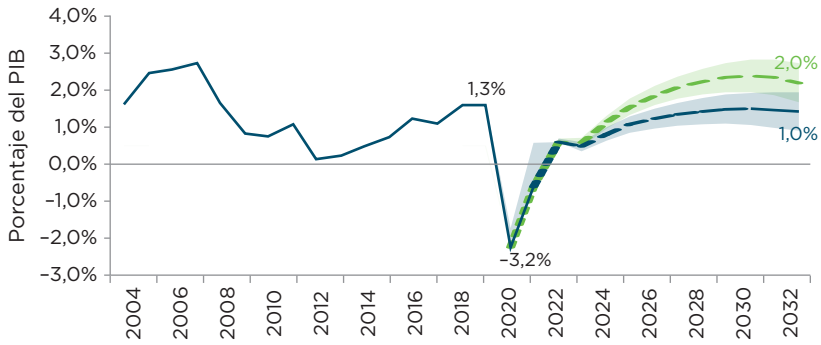
Fuente: Cálculos del equipo del BID.

Gráfico 5.13 Escenarios de balance primario para grupos de países

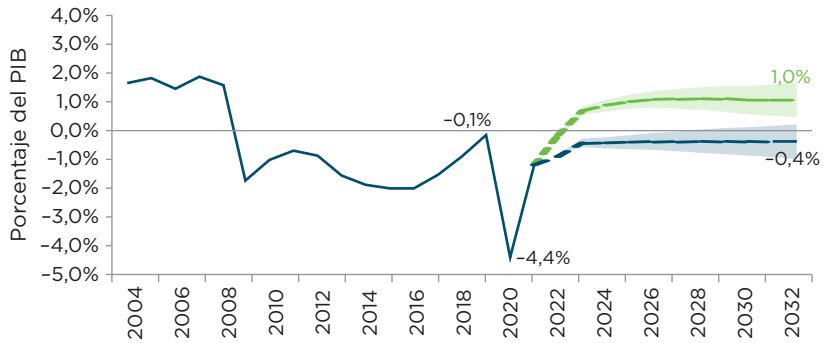
A. Dependientes de las materias primas



B. Dependientes del turismo



C. Con economías diversificadas



■ Línea de base - Intervalo de confianza ■ Ancla de deuda - Intervalo de confianza
 — Línea de base — Ancla de deuda

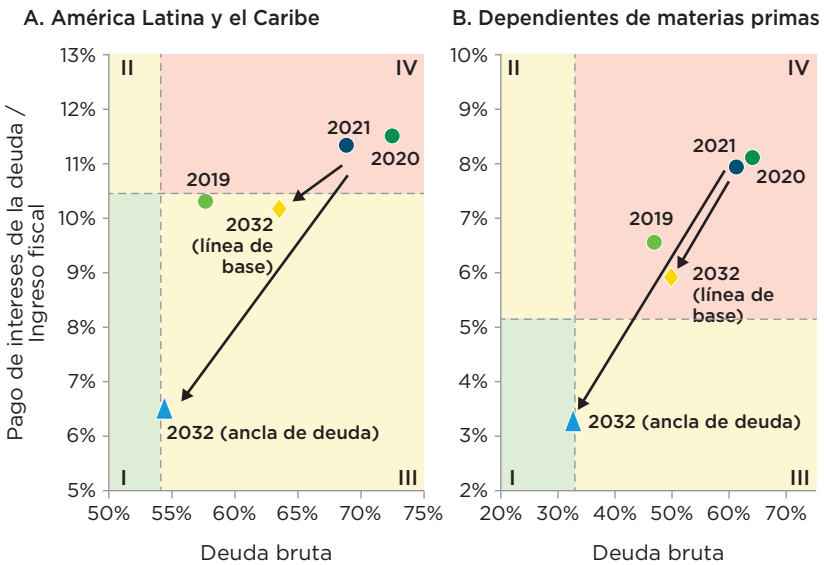
Fuente: Cálculos del equipo del BID.

Asequibilidad y niveles de la deuda

Una de las ventajas importantes que tiene reducir la deuda rápidamente es reducir el servicio de la deuda, minimizar el riesgo y crear espacio fiscal para otros tipos de gastos que aumenten el crecimiento o ayuden a los hogares de bajos ingresos. Los altos niveles de deuda actuales, junto con las tasas de interés crecientes, están haciendo subir cada vez más los pagos de intereses como porcentaje de los ingresos; a ese ratio se lo denomina como “asequibilidad de la deuda”. En ese sentido, el análisis realizado en el sistema de alerta temprana también puede contribuir a determinar cuándo una falta de asequibilidad de la deuda constituye un problema.²¹

Una situación donde la deuda es relativamente baja y el servicio de la deuda es un porcentaje relativamente bajo de los ingresos tributarios, se puede describir como zona segura y se denomina zona I (panel A del gráfico 5.14). La zona II (panel B) es un área mixta donde los niveles de

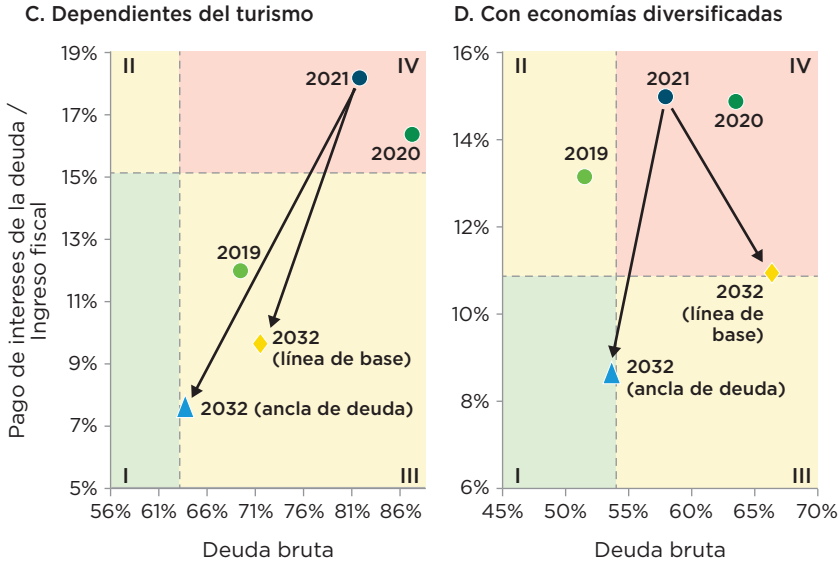
Gráfico 5.14 Nivel de la deuda y asequibilidad



(continúa en la página siguiente)

²¹ El sistema de alerta temprana emplea el *ratio* de asequibilidad de la deuda como uno de los indicadores de una crisis potencial. Los umbrales no cubiertos se utilizan aquí para determinar las diferentes zonas, como han sido descritas. Aun así, estos umbrales deberían considerarse como indicativos y, en general, dependen de las características individuales del país.

Gráfico 5.14 Nivel de la deuda y asequibilidad (continuación)



Fuente: Cálculos del equipo del BID.

deuda son relativamente bajos y el servicio de la deuda es relativamente alto. Los países con baja tributación (ingresos tributarios divididos por el PIB) en general necesitan mantener niveles de deuda bajos y con frecuencia se encuentran en esta zona del gráfico. La zona III (panel C) también es un área de riesgo diverso, donde los niveles de deuda son altos pero el servicio de la deuda es relativamente bajo. Muchas economías avanzadas se encuentran en esta zona, al igual que algunos países de la región que tienen deudas relativamente altas pero consiguen mantener las tasas de interés bajas gracias a sus altas reservas internacionales, a una buena composición de la deuda o a sus buenas instituciones fiscales. La zona IV es de alto riesgo (panel D), ya que en ella el servicio y los niveles de deuda son relativamente altos.

Antes de la pandemia, el país típico de la región se encontraba en la frontera entre la zona IV (de alto riesgo) y la zona III (riesgo diverso, con alta deuda y bajo servicio de la deuda). A partir de la pandemia, tanto los niveles como el servicio de la deuda aumentaron y llevaron a la mayoría de los países a la zona de más alto riesgo. En el escenario de ancla de la deuda, los países se desplazan al lado inferior izquierdo y a la frontera de la zona segura, con niveles más bajos de deuda y un servicio de la deuda más asequible. En el escenario de línea de base, sin superávits adicionales para reducir la deuda, el país típico, en el mejor de los casos, se ubica en

la zona de riesgo diverso (zona III). Este patrón se repite con frecuencia en los diferentes grupos de países.

Restauración y mantenimiento de la sostenibilidad

Muchos países de la región se beneficiarían de la disminución de la deuda a niveles prudentes, ya que de esa manera podrían reducir los riesgos y los costos del servicio de la deuda. La contracción de la deuda también abriría espacio fiscal para obtener más inversiones productivas y permitiría una política fiscal contracíclica en los shocks del futuro.

No hay una receta única para la consolidación fiscal, y la mejor estrategia dependerá de las circunstancias de los países.²² Aun así, todos los países deben asegurar que el gasto público y los sistemas tributarios sean eficientes. Por el lado del gasto, las estimaciones antes de la pandemia sugerían que, en promedio, el 4,4% del PIB podría ahorrarse mejorando su eficiencia.²³ Del lado de los impuestos, los sistemas tributarios podrían modernizarse de varias maneras para mejorar la recaudación.²⁴ Dada la actual situación de aumento del gasto público a consecuencia de la pandemia, una mayor eficiencia es más importante que nunca. Esto es particularmente importante en los países que obtienen grandes montos de ingresos públicos y donde el gasto representa un alto porcentaje del PIB. En 2021, unos 15 países de la región recaudaron más del 25% del PIB en ingresos públicos y en 16 países el gasto público superó el 25% del PIB.

En los países que recaudan grandes montos de ingresos públicos a través de los impuestos, es probable que las consecuencias de aumentarlos sean aún más dañinas.²⁵ Por lo tanto, si bien la búsqueda de una mayor eficiencia en la manera de recaudar los impuestos es crucial, también lo es determinar cómo se puede reducir el gasto. Normalmente, los países que recaudan mucho en impuestos también gastan mucho, lo que constituye otra razón por la cual conseguir una mayor eficiencia del gasto es un aspecto clave. Además, las políticas que promueven una recomposición del gasto a partir de reducir el consumo e incrementar la inversión son beneficiosas desde una perspectiva de crecimiento, ya que los multiplicadores del crecimiento tienden a ser significativamente más altos en

²² Véase, por ejemplo, el debate presentado en Powell (2016).

²³ Véase Izquierdo, Pessino y Vuletin (2018).

²⁴ Véase Corbacho, Fretes Cibils y Lora (2013), y Cavallo et al. (2022) sobre las políticas tributarias, y Manzano, Navajas y Powell (2018) para un debate sobre la eficiencia de los impuestos y las regalías en la producción de materias primas en la región.

²⁵ Véase Gunter et al. (2021).

los gastos de inversión que en los de consumo.²⁶ Para tener un gasto más eficiente, un diseño cuidadoso de los subsidios y las transferencias resulta crucial a la hora de asegurar que se encuentren dirigidos a aquellos que realmente necesitan ese apoyo.²⁷

En los países con aparatos estatales más pequeños, en términos de ingresos y gastos públicos, el principal foco puede ser algo diferente. Hay nueve países que tienen ingresos públicos de menos del 20% del PIB y cinco países que recaudan menos del 15% del PIB, y todos ellos se pueden beneficiar considerablemente de una ampliación de su base tributaria. Las nuevas tecnologías han revolucionado los sistemas tributarios y permiten una mejor identificación de los contribuyentes, así como un monitoreo y una recaudación más efectivos. Aun así, el esfuerzo debería centrarse en mejorar la eficiencia no solamente en términos de los ingresos sino también del gasto, con miras a garantizar que cualquier ingreso adicional sea empleado de manera adecuada.

Si bien hay evidencia reciente que sugiere que los multiplicadores del crecimiento son más altos para el gasto de inversión que para el gasto de consumo, estos estudios están basados en datos históricos.²⁸ La región tiene un espacio considerable para mejorar los regímenes de inversión pública y se pueden obtener importantes ahorros en todas las etapas, desde la identificación del proyecto hasta su desarrollo y operación.²⁹ Más aún, las mejoras en los regímenes de inversión podrían traer como resultado multiplicadores del crecimiento más altos en el futuro.

Asimismo, la temporalidad de la consolidación implica una disyuntiva. Por una parte, una estrategia de consolidación rápida y más enérgica podría arrojar beneficios importantes en términos de ahorros sobre los pagos de intereses y primas de riesgo, y tasas de interés más bajas, lo cual debería beneficiar a la inversión privada. Por otra, los fuertes recortes en el gasto o los aumentos de los impuestos pueden disminuir el crecimiento, sobre todo cuando la demanda ya es débil. Un enfoque más gradual puede ser menos perjudicial para la actividad económica, especialmente si el crecimiento está situado por debajo de su potencial. Sin embargo, un enfoque más lento implica niveles más altos de pagos de intereses durante más

²⁶ Véase Ardanaz et al. (2021).

²⁷ Los subsidios de los combustibles, por ejemplo, son, desde una perspectiva distributiva, instrumentos deficientes, ya que gran parte de esos fondos se desvía hacia aquellos con ingresos más altos (véase Izquierdo, Pessino y Vuletin, 2018).

²⁸ Aun así, los multiplicadores del crecimiento del consumo público en los países en desarrollo probablemente sean más altos que en las economías más avanzadas (véase Izquierdo, Pessino y Vuletin, 2018).

²⁹ Véase Cavallo, Powell y Serebrisky (2020).

tiempo, lo que significa que, en la práctica, se requerirán más ajustes. Además, si el sector privado alberga alguna duda de que la consolidación realmente tendrá lugar, el beneficio de cualquier reducción inmediata del riesgo podría ser mínimo. En ese sentido, disponer de buenas instituciones fiscales, que sean capaces de convencer al sector privado de que se llevará a cabo un plan de consolidación de varios años, es un elemento clave para que un programa de ajuste gradual sea exitoso. En efecto, si se cuenta con instituciones fiscales fuertes para respaldar la credibilidad del plan, la disminución de las primas de riesgo y los efectos beneficiosos sobre la inversión privada podrían producirse más pronto.

La deuda pública estuvo aumentando en la región aun antes de la pandemia, y la crisis de la COVID-19 propició un nuevo incremento. Este capítulo sostiene que, en el futuro, la sostenibilidad dependerá de los planes fiscales de un modo crucial. Todo indica que la mayoría de los países se beneficiaría de algún grado de consolidación fiscal y que algunos requerirán un esfuerzo fiscal considerable para alcanzar niveles de deuda prudentes con bajo riesgo. La combinación más apropiada de una mayor eficiencia, una racionalización del gasto y una base tributaria mejorada dependerá de las circunstancias individuales de cada país, incluidas la calidad de las instituciones fiscales y una gestión adecuada de la deuda (véase el capítulo 6).

La gestión de la deuda soberana

El objetivo de la gestión de la deuda pública consiste en asegurar que el gobierno cumpla sus necesidades de financiamiento y sus obligaciones de pago al menor costo posible, con un nivel aceptable de riesgo a mediano plazo.¹ Ninguna estrategia única es ideal; el costo más bajo de un cierto nivel de riesgo debe ser coherente con un espectro de posibilidades en relación con el vencimiento, la moneda, la jurisdicción, los instrumentos y la base inversionista, entre otras dimensiones. La estrategia correcta también depende de supuestos sobre el carácter riesgoso de los diversos elementos del balance del sector público, incluidos los riesgos de liquidez asociados con deuda que debe ser refinanciada.²

La gestión de la deuda no es un intento para ganar dinero o sencillamente reducir costos. En cambio, busca coberturas contra los shocks a un costo razonable para reducir la incertidumbre en torno a la capacidad de un país de pagar. Una vez que las estrategias alternativas se cuantifican en el espacio riesgo-costo, la opción final debe reflejar las preferencias del país a largo plazo. Esto implica usar criterios estables y bien definidos para manejar la gestión de la deuda y exigir rendición de cuentas a los administradores a la vez que se les otorga un cierto grado de independencia.

La gestión de la deuda debería abarcar todas las obligaciones financieras bajo el control del gobierno central. Sin embargo, al analizar estrategias alternativas, el administrador de la deuda debería ser consciente de las obligaciones explícitas y contingentes que, si bien no forman parte de los

¹ En este capítulo, riesgos se refiere al objetivo de la sostenibilidad fiscal, que se desarrolla con más grado de detalle en el capítulo 5, y que se relaciona con evitar eventos de crédito o ajustes fiscales abruptos y posiblemente inviables.

² Como se destaca en el capítulo 2, por ejemplo, los países en desarrollo pueden emitir deuda para mantener las reservas con el fin de reducir los riesgos de liquidez. Véase también Levy Yeyati (2008).

pasivos soberanos documentados, pueden influir en las futuras necesidades de financiamiento. Definir el perímetro para calibrar y seleccionar las estrategias de deuda no siempre es sencillo. Este capítulo sigue la definición de deuda como se abordó en los capítulos 4 y 5, pero también tiene en cuenta los pasivos, que normalmente no se incluyen en ese enfoque estándar.

Los administradores de la deuda se enfrentan a múltiples *trade-offs*, que seguramente son más difíciles en los países en desarrollo que en las economías avanzadas. Sobre todo deben ponderar la disyuntiva entre una deuda externa en divisas fuertes a un costo más bajo y vencimientos más largos, y una deuda local más corta y más onerosa. También se enfrentan a decisiones relacionadas con el tipo de acreedores. Por ejemplo, los préstamos de los acreedores oficiales pueden ser menos costosos, más seguros desde la perspectiva del riesgo de refinanciamiento, y menos procíclicos que los bonos que poseen los acreedores comerciales; sin embargo, puede que incluyan ciertas condiciones. Aun así, algunas instituciones privadas pueden tener objetivos a largo plazo y ser inversionistas relativamente estables, mientras que otras pueden tener horizontes de inversión a corto plazo y ser sumamente sensibles a los cambios en materia de riesgo. Los inversionistas institucionales locales regulados pueden comportarse de manera diferente en comparación con la volatilidad de los acreedores extranjeros.

La composición de la deuda se refiere al *stock* de deuda. Este evoluciona lentamente a lo largo del tiempo (y a un ritmo más lento cuanto más largo sea el vencimiento) y las decisiones que se tomen en el presente se mantendrán. Por lo tanto, la focalización de un perfil de deuda determinado debe verse como un ejercicio a mediano plazo. Debido a los cambios no anticipados en las tasas de interés, las monedas y otras variables, la composición de la deuda cambiará, y es poco probable que se sitúe en un punto óptimo elegido en cada momento del tiempo. Los administradores de la deuda deben incorporar estos riesgos en cualquier estrategia.

América Latina y el Caribe ha hecho grandes avances tanto en términos de la implementación de instituciones para gestionar la deuda de manera efectiva como en la mejora de la composición de la deuda. Muchos países crearon oficinas de gestión de la deuda (OGD) y perfeccionaron la calidad de los equipos técnicos. Después de las crisis de 1990, y a lo largo del período de auge de las materias primas de la década de 2000, la dolarización de la deuda disminuyó y el énfasis viró hacia la extensión de los vencimientos en moneda nacional. Aun así, estas tendencias se revirtieron en alguna medida con la caída de los precios de las materias primas

después de 2012, y la pandemia empujó los niveles de deuda bruscamente y tuvo un impacto en la composición de la deuda.

Este capítulo se centra en las estrategias de gestión de la deuda, tanto desde una perspectiva positiva como normativa. El análisis de los principios estándar de la gestión de la deuda define el perímetro de la misma, detalla la evolución de la composición de la deuda soberana de los últimos 20 años y aborda el calendario de amortización actual de la deuda pública. En esta coyuntura posterior a la pandemia, la región se enfrenta a importantes desafíos fiscales. Una gestión adecuada de la deuda, con instituciones eficientes, como las OGD e instrumentos innovadores de la deuda, serán fundamentales para responder a estos desafíos.

Gestión del riesgo: la búsqueda de una composición óptima de la deuda

Cuando se trata de la gestión de la deuda, las necesidades actuales de financiamiento de los gobiernos suelen tomarse como un elemento dado. El objetivo consiste en satisfacer estas necesidades a la vez que se minimizan los costos previstos del pago de la deuda, a un nivel aceptable de riesgo, dadas las implicaciones de financiamiento a mediano plazo. Quizá la parte más compleja de la gestión de la deuda sea optimizar la estructura de la deuda en relación con estos riesgos, incluidos el riesgo de mercado (aumentos del pago de la deuda derivados de cambios en variables del mercado como las tasas de interés y los tipos de cambio); el riesgo de refinanciamiento (incrementos de los costos de refinanciamiento que, en el límite, pueden restringir el acceso al mercado); el riesgo de liquidación (por ejemplo, si el gobierno no consigue cumplir un contrato de deuda debido a motivos técnicos o legales); y el riesgo de liquidez (normalmente, escasez de divisas después de gastos no anticipados u obstáculos financieros).

Estas consideraciones destacan varios aspectos cruciales de la composición de la deuda: denominación, vencimiento, liquidez (particularmente, el acceso al mercado de divisas) y acceso a préstamos oficiales (más confiables y menos caros). Además, en la medida en que la base de inversión determina parcialmente la moneda de denominación y, en muchos casos, influye en los riesgos de vencimiento y refinanciamiento, la composición de las fuentes de financiamiento (privadas versus oficiales, nacionales versus externas) es una dimensión esencial de una estrategia óptima de la deuda.

No hay una única solución para encontrar un perfil de deuda óptimo. En particular, puede que en muchas economías en desarrollo ciertas

opciones de perfil en términos de moneda, base del acreedor y vencimiento no estén fácilmente disponibles. En estos casos, la mejor estrategia de la deuda debe adaptarse a las restricciones pertinentes. Por ejemplo, puede que los países carezcan de mercados internos suficientemente profundos, lo que obliga al administrador de la deuda a escoger entre deuda nacional, a corto plazo y en moneda local, y deuda en moneda extranjera, a más largo plazo y con una mayor dependencia del financiamiento externo (en general, dólares). De la misma manera, las economías parcialmente dolarizadas pueden enfrentarse a los costos más altos de emitir deuda en moneda local, lo que, una vez más, puede empujar la estructura de la deuda a un mayor grado de dolarización.³ A su vez, las economías de bajos ingresos pueden tener acceso a préstamos concesionales, lo cual es preferible a otras fuentes oficiales en términos de costos, riesgos y vencimiento.

Los ratios y la composición de la deuda se mueven con lentitud; las decisiones que se adoptan hoy pueden tener implicaciones durante muchos años. Además, los ratios de deuda están vinculados a cambios en el contexto: una apreciación cíclica del tipo de cambio real tiende a disminuir los ratios de deuda, y puede dar una impresión errónea de los riesgos y de las opciones de gestión de la deuda. Por lo tanto, la gestión de la deuda debería normalmente tomar en cuenta los valores a mediano plazo previstos de los principales impulsores, y cualquier evaluación de las políticas de la deuda debe considerar ventanas más largas que den tiempo a las políticas para acomodar el impacto de los shocks.

Por lo tanto, en función de las limitaciones que surgen en todo momento, es imposible garantizar que la composición de la deuda será óptima. Un objetivo más realista consiste en identificar las combinaciones de parámetros deseadas que generan un costo aceptable (combinaciones de riesgo que intentan eliminar otras excesivamente riesgosas o costosas), y asegurar que la composición de la deuda real siga una vía dentro de los parámetros deseados. Como puede haber múltiples maneras de lograr este objetivo, las OGD deben tener suficiente capacidad técnica e independencia institucional para fijar metas adecuadas, monitorear los avances y adaptar las políticas cuando sea necesario.

³ Los instrumentos en moneda nacional pueden volverse ilíquidos a medida que el vencimiento aumenta, lo cual eleva los costos de emisión, proporcionando incentivos para emitir más deuda en moneda extranjera. Véase el capítulo 2 para más detalles sobre este tema. La liquidez en moneda extranjera como precaución financiada por la deuda puede ser valiosa, particularmente en las economías dolarizadas, para respaldar pasivos a corto plazo del sector bancario.

Las directrices del marco de la estrategia de la deuda a mediano plazo (MTDS, por sus siglas en inglés) desarrolladas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, comprenden ocho pasos para que las OGD seleccionen una estrategia de gestión de la deuda (EGD) que reconozca explícitamente un *trade-off* de costo-riesgo que asegure la sostenibilidad de la deuda, a saber:⁴

1. Definir el alcance y los objetivos de la gestión de la deuda.
2. Articular la estrategia de gestión de la deuda actual, y los costos y riesgos de la deuda existente.
3. Identificar sus posibles fuentes de financiamiento, incluidos sus perfiles de costo-riesgo.
4. Trazar proyecciones de línea de base e identificar riesgos en ámbitos clave de políticas (fiscal, monetaria, externa, de mercado).
5. Reconocer factores estructurales con el potencial de influir en la composición de la deuda deseada a largo plazo.
6. Clasificar las estrategias alternativas sobre la base del *trade-off* costo-riesgo.
7. Entender las implicaciones de las estrategias candidatas para las condiciones fiscal, monetaria y de mercado.
8. Realizar acuerdos a altos niveles sobre la estrategia deseada de gestión de la deuda.

Concretamente, el paso número 6 incluye realizar un mapa de los escenarios alternativos de la dinámica de la deuda, para lo cual deben tomarse en cuenta los siguientes factores:

- El contexto: un conjunto de variables exógenas reales y financieras como el crecimiento, el tipo de cambio real, los términos de intercambio, la demanda externa, las tasas de interés globales y las variables de riesgo de nivel mundial.
- Parámetros de políticas: la respuesta a los cambios en el contexto para componentes específicos del ingreso y los gastos.
- Escenarios alternativos: estos pueden derivarse de pruebas de estrés de las variables financieras generadas a partir de distribuciones simuladas de variables exógenas.
- Simulaciones de balances primarios: pueden obtenerse mediante la simulación de vías para las variables exógenas y la incorporación

⁴ Véanse Balibek et al. (2019) para una descripción detallada, y Jonasson, Papaioannou y Williams (2019) para un breve resumen de las disyuntivas costo-riesgo.

de otros factores, como los pagos estimados a la seguridad social o los flujos de caja estimados de los pasivos contingentes.

- Flujos de caja para el servicio de la deuda: se pueden estimar para cada escenario y estrategia de la deuda.
- Frontera del perfil de deuda: utilizando estos flujos de caja, se puede elaborar un mapa de costo-riesgo de cada estrategia de la deuda individual, identificar la frontera y seleccionar una mejor opción con base en preferencias.

Las MTDS ofrecen una lista de métricas posibles para el costo (por ejemplo, el pago de intereses normalizado por el producto interno bruto [PIB] o los ingresos fiscales) y el riesgo (acciones a corto plazo, acciones en moneda extranjera, servicio de la deuda en moneda extranjera en relación con las reservas), así como las variables de *stock* más tradicionales (ratios de deuda/PIB y deuda/ingresos públicos y el valor presente neto [VPN] del ratio deuda/PIB). La herramienta analítica de las MTDS (Balibek et al., 2019) clasifica un número limitado de estrategias a partir de un análisis de costo-riesgo que consiste en un *trade-off* entre el valor previsto de la variable (por debajo del escenario de línea de base) y el valor de cola (bajo estrés) para orientar la elección final, que puede incluir múltiples comparaciones.

Vale considerar el interesante estudio de caso de gestión de la deuda de Colombia, en virtud de la excelente documentación de la metodología y los retos enfrentados.⁵ En este caso, los insumos para determinar la estructura de una nueva emisión bajo cada estrategia de la deuda comprenden las necesidades de financiamiento del gobierno, la composición de nueva deuda, el sistema de colocación de las nuevas emisiones, los términos financieros de la nueva deuda y las restricciones pertinentes de la emisión. Los insumos se revisan al menos una vez al mes. Se modelan curvas de rendimiento internas (moneda local) y, para reducir la dimensionalidad, se capturan las variables macroeconómicas y las curvas de rendimiento mediante sus componentes principales. Las tendencias de las variables macroeconómicas se utilizan para esbozar el escenario de línea de base. Se impone un límite de concentración del 8%: si se emite nueva deuda, no se concentra más del 8% de las amortizaciones totales en cualquier año particular.

El modelo para orientar la optimización de la estrategia de gestión de la deuda procede en dos etapas. Primero, se optimiza la estrategia de la deuda en relación con la parte de la moneda y la combinación de tasas de

⁵ Consultese MinHacienda (2018) para una descripción detallada de la estrategia de gestión de la deuda.

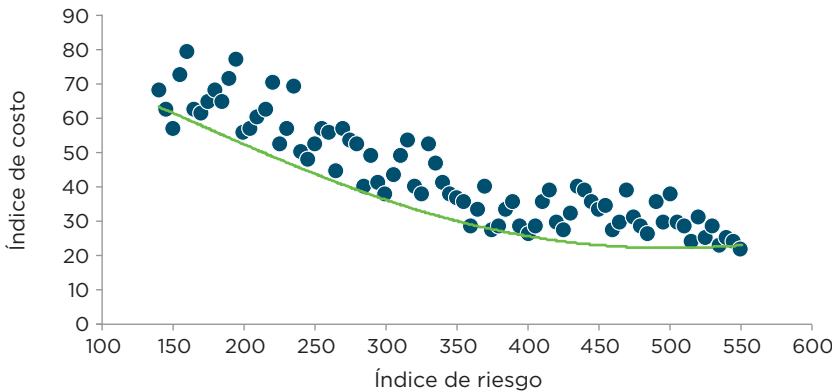
interés. Además, la metodología simula, para cada estrategia de la deuda, una distribución de escenarios basados en las correlaciones empíricas entre variables macroeconómicas y fuentes de riesgo. Esto luego sirve para realizar pruebas de estrés de la dinámica de la deuda.

Los resultados de este ejercicio son el costo de la estrategia de la deuda (aproximado por la media del valor presente del flujo del servicio de la deuda) y su riesgo (aproximado por el valor condicional en riesgo del valor presente del servicio de la deuda, basado en la distribución obtenida de la simulación) para un gran número de estrategias que le permitan al administrador elaborar un mapa de frontera de la estrategia de la deuda (gráfico 6.1).

Por último, la estrategia óptima de la deuda es determinada por la frontera costo-riesgo óptima (es decir, el conjunto de estrategias para las cuales ninguna estrategia alternativa rinde mejores valores en ambas dimensiones), junto con las preferencias de costo-riesgo de las autoridades nacionales, que se caracterizan por el ratio $\lambda = - \frac{\Delta \text{Costo}}{\Delta \text{Riesgo}}$. Esto produce un punto óptimo en la frontera, que luego define un programa óptimo; la estrategia seleccionada será el punto en el que la frontera tiene una pendiente λ , y luego este punto mapea las opciones en relación con la composición.

El caso de Colombia subraya cómo la dimensionalidad del complejo problema de la gestión de la deuda puede reducirse de manera realista para permitir un ejercicio manejable. El enfoque se centra en riesgos clave y aprovecha un proceso basado en datos para identificar buenas estrategias desde una perspectiva de costo-riesgo y eliminar aquellas que pueden ser demasiado costosas o riesgosas.

Gráfico 6.1 Representación de la frontera de la estrategia de la deuda



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en MinHacienda (2018).

Definir el perímetro de la deuda: más allá de los ratios de deuda estándar

Para tratar el tema anterior se asumió como evidente qué deuda debía incluirse en las simulaciones para elegir la mejor estrategia. En la práctica, esto no siempre ocurre. Las preguntas clave incluyen i) el tratamiento de la deuda que posee el banco central y otros organismos públicos; ii) si y cómo los pasivos contingentes deben incorporarse en las estimaciones de composición óptima de la deuda, y iii) cómo integrar el análisis de activos y pasivos —un enfoque de balance. Las siguientes subsecciones abarcan estos temas.

Incluir o no incluir: cómo tratar la deuda del banco central y otros organismos públicos

Las posiciones con respecto a la cuestión acerca de si el balance del banco central debe consolidarse con el del gobierno difieren según los distintos países (véase el capítulo 4). Si los bancos centrales se ven como entidades autónomas, destinados a operar independientemente en la práctica y no solo a nivel nominal, sus balances deben ser tratados por separado, lo que sugiere que los niveles de deuda deberían ser brutos e incluir la deuda de los balances del banco central.⁶ Este enfoque también pondría de relieve la responsabilidad del gobierno con los bancos centrales, que esperarían recibir un servicio de esa deuda al igual que otros acreedores, aunque luego, anualmente, el banco central transfiera beneficios a la Tesorería. Sin embargo, algunos bancos centrales emiten deuda, sus balances suelen estar garantizados por los gobiernos y en las crisis dichos balances han sido utilizados para proporcionar la liquidez necesaria. Además, puede haber maneras de aumentar la independencia de su accionar, aun cuando los balances estén fusionados.⁷ Estos argumentos apuntan a consolidar los balances y específicamente a expresar la deuda del banco central en valores netos. También hay una posición intermedia: es cuando el gobierno proporciona parte de la deuda del banco central en particular para ejecutar política monetaria, lo que significa que dicha institución tiene responsabilidades correspondientes con el gobierno. En este caso, parte del balance quizá debería ser

⁶ En este caso, las oficinas de gestión de la deuda (OGD) y el banco central deben lograr una estrecha coordinación sobre la emisión de deuda y otros temas.

⁷ La independencia legal *de jure* no garantiza una independencia *de facto*, pero algunos bancos centrales tienen estructuras institucionales para aumentar su independencia, particularmente en decisiones de política monetaria, como los largos mandatos de los directores y del presidente del banco central que no coinciden con los ciclos políticos, y comités de política monetaria que pueden incluir miembros externos.

consolidado y las cifras de la deuda deberían expresar en valores netos esas tenencias de bonos específicas. Al parecer, no existe un enfoque único que sea adecuado, y cada uno tiene sus pros y sus contras.

Lo importante en la gestión de la deuda es que, independientemente del camino elegido, la OGD debe tomar en cuenta la deuda que tenga el banco central, y la Tesorería y el banco central deben estar en estrecha coordinación. En efecto, aun cuando la deuda se exprese en valores netos, es esencial ser transparente y publicar no solo la deuda neta sino también todos los detalles de la deuda tenida por el banco central, junto con el balance completo de dicha entidad. La falta de transparencia tiende a ser vista con suspicacia por parte del sector privado y debilita la credibilidad de la política monetaria y fiscal.

Suponiendo que la deuda tenida por los bancos centrales se incluya en el análisis de la composición óptima de la deuda, esta deuda quizá deba ser tratada de manera diferente que la deuda tenida por otros acreedores. Concretamente, esta deuda se puede considerar más estable y menos riesgosa, con bajo riesgo de refinanciamiento.⁸ Aun así, las limitaciones implícitas del banco central podrían restringir la percepción de independencia.

Se pueden aplicar argumentos similares a otros organismos públicos. Por un lado, si se ven como partes integrales del sector público que cuentan con garantías del gobierno y ponen a disposición sus activos para ser usados por el gobierno al menos en algunas circunstancias, los balances deberían ser consolidados. De esta manera, la Tesorería tendría información completa sobre cualquier deuda emitida por estas entidades. Por otro lado, si el objetivo es la independencia de dichos organismos del gobierno, sus balances deberían estudiarse por separado. Una vez más, a expensas de limitar la percepción de independencia, esa deuda se puede considerar de manera diferente a la de otros acreedores, ya que es probable que sea más estable y esté menos sujeta a una crisis. Estos argumentos también pueden aplicarse a instituciones financieras privadas reguladas, como los bancos locales. En la práctica, su tenencia de deuda ha sido más estable que la de los tenedores extranjeros de bonos. Sin embargo, un intento del gobierno para aprovecharse de la influencia de la autoridad regulatoria puede conducir a territorio peligroso. Si los bancos se consideran demasiado grandes, sistémicos o políticamente sensibles para quebrar, puede que también generen importantes pasivos contingentes.

⁸ Se podría hacer una distinción similar entre tenedores de bonos privados, bancos privados y prestamistas oficiales. La composición de los acreedores y sus implicaciones se abordan más adelante en el capítulo.

Otra cuestión compleja es la que atañe al tratamiento de las entidades subnacionales (los Estados o las provincias de un sistema federal, así como las ciudades y los municipios). Es cierto que los sistemas políticos pueden profesar independencia, pero la historia sugiere que los organismos subnacionales suelen contar con garantías del gobierno (ya sea explícitas o implícitas). El hecho de considerar la deuda bruta e incluir estas entidades es más conservador, en el sentido de que los ratios de deuda serían más altos y permitirían que la OGD obtuviese información y monitorease la emisión de deuda. También posibilitaría la optimización de la deuda pendiente en todo su alcance por parte de la OGD, tomando en cuenta sus características particulares. Aun cuando esto no sea viable debido a limitaciones constitucionales, políticas o de otra naturaleza, si estas entidades emiten deuda deberían tener una estrecha coordinación y compartir información con la OGD.

Las emisiones de deuda de las empresas de propiedad estatal, los bancos públicos, las autoridades subnacionales o incluso los bancos privados considerados demasiado grandes o sistémicos para quebrar también se pueden convertir en pasivos contingentes del gobierno.

Tratamiento de pasivos no financiados y contingentes

El análisis efectuado hasta ahora ha excluido ciertos pasivos que pueden no tener financiamiento explícito, que son contingentes o que sencillamente aparecen de vez en cuando, y que suelen denominarse esqueletos. Entre esos pasivos se incluyen obligaciones por acciones legales contra el Estado, transferencias no financiadas a los gobiernos subnacionales, obligaciones que surgen de garantías públicas (explícitas o implícitas) y pasivos no financiados del sistema de pensiones.^{9,10}

Sin embargo, ¿cómo deberían las OGD abordar los pasivos? Un criterio que suele utilizarse es el del balance actuarial, un pariente cercano del concepto de valor neto en una empresa y de riqueza neta en la contabilidad pública:

⁹ Las estimaciones del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), a partir de una encuesta llevada a cabo con representantes del gobierno de las ocho economías más grandes de la región, sugieren que, en promedio, los casos legales han creado obligaciones potenciales de hasta el 17% del PIB (esta cifra puede incluir reclamos que el Estado no haya reconocido o que estén sujetos a apelación); las garantías y las asociaciones público-privadas (APP) han creado obligaciones cercanas al 7% del PIB; las transferencias sin financiar a las autoridades subnacionales, de alrededor del 6% del PIB, y los desastres naturales, de aproximadamente el 1% del PIB, en promedio.

¹⁰ El flujo anual de efectivo de los sistemas de pensiones suele incluirse en las proyecciones presupuestarias, pero las pérdidas de los sistemas de reparto o provenientes de la transición de un sistema de reparto a un sistema de capitalización individual pueden no estar financiadas.

$$\text{Balance actuarial} = E[PV(\text{entrada} - \text{salida} \\ - \text{gastos operativos})] + \text{reservas}$$

Donde las cantidades se expresan en términos reales y la tasa de descuento es la tasa de interés real después de impuestos sobre los bonos públicos (aproximación del costo de oportunidad del gobierno). Un programa de contingencia estaría equilibrado desde el punto de vista actuarial si el valor previsto de los pagos futuros a todos los participantes actuales y futuros fuera igual al valor presente previsto de los flujos de entrada de todos los participantes actuales y futuros, más el valor de cualquier fondo de reserva. Como en cualquier análisis de sostenibilidad de la deuda, además de centrarse en el balance actuarial (es decir, la *solvencia*), también deberían tenerse en cuenta los riesgos de *liquidez*, lo cual sugiere una estrategia más conservadora y la probable inclusión de amortiguadores de liquidez.

Estas metodologías también pueden aplicarse a los instrumentos de deuda contingente. Con frecuencia, los ratios de deuda no incluyen las contingencias potenciales de estos instrumentos. Los análisis dinámicos o las simulaciones que incluyen múltiples escenarios para el PIB, los precios de las materias primas u otras variables subyacentes relevantes pueden ser útiles para modelar el impacto de los instrumentos de deuda contingente.

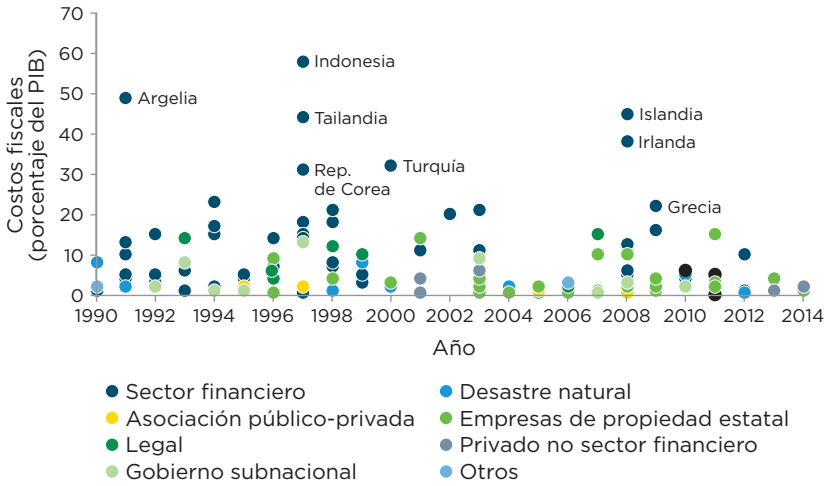
Para efectuar una evaluación cuantitativa del costo fiscal de las contingencias, Bova et al. (2016) utilizaron una base de datos que abarca 80 países (34 economías avanzadas y 46 economías de mercado emergente) a lo largo del período 1990–2014. Los autores clasifican los pasivos contingentes en siete categorías (sector financiero, empresas de propiedad estatal, gobierno subnacional, desastres naturales, sector privado no financiero, ámbito jurídico y asociaciones público-privadas) y utilizaron dos enfoques complementarios: i) un ajuste *stock-flow*, es decir, la discrepancia entre la variación anual en la deuda pública bruta y el déficit presupuestario, y ii) el error del pronóstico, mediante una regresión del cambio en el ratio deuda/PIB en las variaciones del déficit y el crecimiento, y atribuyendo el término residual a los aumentos de la deuda debidos a pasivos contingentes.¹¹

¹¹ De la ecuación de ajuste *stock-flow*.

$$\Delta \tilde{d}_t = -\tilde{\lambda}_t d_{t-1} - o\tilde{b}_t + \varepsilon_t$$

Donde $\tilde{X}_t = X_t - E_{t-1}X_t$ es la diferencia entre el pronóstico de Perspectivas de la economía mundial (WEO, por sus siglas en inglés) de la variable x para el año t en el año $t-1$ y el resultado para el año t basado en datos del WEO presentados en el año t . La variable ε_t es el residual del error de pronóstico. Además, los autores utilizan la búsqueda de palabras clave para controlar por falsos positivos potenciales o realizaciones verdaderas pasadas por alto.

Gráfico 6.2 Realizaciones de pasivos contingentes por año y tipo



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Bova et al. (2016).

La principal conclusión es que la realización de estos pasivos tiende a ser costosa (en promedio, un 9,7% del PIB, con muchos episodios por encima del 20% [gráfico 6.2]), y produce un empeoramiento del balance fiscal, un aumento de la deuda y una disminución del crecimiento. Además, las realizaciones de pasivos contingentes tienden a ocurrir en períodos de estrés económico y financieros.

En la práctica, la mayoría de los países centran la atención en los pasivos contingentes explícitos, que son más fáciles de medir y monitorear que los implícitos, los cuales, según los resultados de Bova et al. (2016), pueden ser infrecuentes pero grandes y, por lo tanto, particularmente difíciles de medir e incorporar en una estrategia óptima de la deuda. Aun así, cuantificar estas exposiciones es sumamente valioso y las exhibe a la luz de los focos, alentando a los gobiernos a tomar las medidas necesarias para mejorar el monitoreo y los controles financieros.

Un enfoque de balance

A priori, las prácticas de gestión de la deuda destinadas a cubrir riesgos y mejorar la capacidad del absorber shocks exógenos deberían tener en cuenta la estructura del balance general del gobierno.¹² Sin embargo,

¹² En principio, debería considerarse un amplio espectro de activos y pasivos, acercando el enfoque al concepto de solvencia. Véanse el capítulo 5, Das et al. (2012) y Levy Yeyati y Sturzenegger (2021). En la práctica, los análisis normalmente se centran en los pasivos, y si los activos se incluyen suelen ser solo activos líquidos.

Cuadro 6.1 El balance del gobierno

Activos	Pasivos
Activos líquidos	Pasivos explícitos
Activos físicos	Pasivos contingentes
VPN impuestos	(VPN seguridad social)
Valor neto de la empresa de propiedad estatal	(VPN seguro de salud)
	(VPN otros gastos)
	Valor neto

Fuente: Equipo del BID.

Nota: VPN: valor presente neto.

un análisis de balance requiere una evaluación confiable de los ingresos públicos futuros y los pasivos dentro y fuera de los balances. Por ejemplo, Nueva Zelanda prepara estados financieros consolidados anuales de conformidad con las prácticas de contabilidad generalmente aceptadas.¹³

El cuadro 6.1 presenta un esquema simplificado del balance del gobierno y del valor neto resultante. La medición de cada uno de estos componentes dista mucho de ser sencilla e implica decisiones metodológicas: ¿los activos físicos deberían ser tratados como “comercializables”, es decir, se pueden utilizar para financiar pasivos? ¿Debería valorarse la deuda según el valor nominal o el valor de mercado? ¿Los pasivos contingentes deberían tomarse a su valor actuarial? ¿Debería ampliarse el flujo de caja de las empresas de propiedad estatal, que suele incluir un componente de subsidios, seguridad social o ingresos fiscales, de acuerdo con la legislación actual?¹⁴ ¿Qué tasas de descuento deberían utilizarse? ¿Deberían ser diferentes para activos y pasivos?¹⁵

El cuadro 6.1 refleja la implementación de un enfoque de balance. Por el lado de los activos, los activos líquidos deberían medirse a su valor de

¹³ El sistema está definido en la Ley de Finanzas Públicas de Nueva Zelanda de 1989 (Parte III). Además de los estados financieros, se preparan los estados sobre los préstamos, gastos inadecuados y gastos de capital, gastos de emergencia y gastos de capital, y cualquier fondo administrado, así como cualquier información adicional y explicaciones necesarias para reflejar adecuadamente las operaciones financieras consolidadas y la posición financiera del gobierno. Muchos gobiernos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) publican estados financieros integrados. Brasil, Chile y Perú, entre otros, han dado pasos para adoptar estas prácticas (véase OCDE, 2017).

¹⁴ Una opción consiste en considerar las proyecciones suponiendo ningún cambio sustancial y llevar a cabo pruebas de estrés financiero como análisis complementario.

¹⁵ Jiang et al. (2019) sostienen que los impuestos son más procíclicos y aplican tasas de descuento más altas para los ingresos que para los gastos. Estos autores estiman el valor presente del flujo de efectivo del sector público de Estados Unidos en el futuro en -155% del producto interno bruto (PIB), un valor negativo mucho más alto que los valores nominales.

mercado actual. Los activos físicos también se valoran a valor de mercado, en la medida en que se trata de activos disponibles, pero están excluidos si es poco probable que se vendan en un plazo breve a un precio razonable (camino, edificios públicos, cuotas del FMI, etc.). Por último, el valor neto de las empresas de propiedad estatal debería aproximarse a su valor de mercado, si hay uno disponible. El valor presente neto de los impuestos es algo más difícil de calcular. Para hacerlo, es necesario postular una vía futura de ingresos fiscales, la cual suele basarse en la estructura tributaria actual, aunque también se pueden probar escenarios alternativos (posiblemente contingentes). En cuanto a los pasivos, además de los pasivos con un flujo de efectivo predeterminado (deuda pública, pagos netos de la seguridad social), el gasto público se puede estimar como una función de unas pocas variables exógenas, incluidos los pasivos contingentes.¹⁶

El enfoque de balance es atractivo desde el punto de vista conceptual y desde una perspectiva positiva. Complementa el análisis de sostenibilidad de la deuda estándar, basado en la dinámica de la deuda y las escaseces de liquidez. Por ejemplo, el debate de la sostenibilidad de la deuda en los mercados emergentes suele centrarse en el rol de los descalces de moneda. Sin embargo, el foco está puesto en la composición de la moneda de los *pasivos explícitos* de la deuda soberana, y se abstrae de los efectos de compensación en el valor de los activos públicos, sin un análisis explícito de cómo los activos (y la solvencia) del país cambian con el tipo de cambio real. De la misma manera, un aumento en los precios del petróleo o en las reservas de petróleo demostradas puede tener un impacto débil en los ratios de deuda tradicionales, aun cuando mejoren la solvencia de un exportador de petróleo. Por el contrario, las variaciones en los pasivos futuros como resultado, por ejemplo, de una reforma de las pensiones tiene un impacto directo en el valor neto del gobierno, pero no en sus ratios de deuda. De acuerdo con un análisis tradicional, estos efectos pueden ser capturados imperfectamente a través de su impacto previsto en los balances primarios. Por lo tanto, el enfoque de balance amplía la caja de herramientas para evaluar la sostenibilidad fiscal proporcionando un punto de vista viable para estimar la solvencia de la deuda soberana.

¹⁶ Como se señala en Bova et al. (2013), la falta de datos coherentes de los balances complica las comparaciones entre países, por no decir las inferencias estadísticas, aunque las nuevas tecnologías pueden mejorar la velocidad y la precisión de los estados financieros integrados, y podrían facilitar la consolidación de información financiera en el sector público y establecer el enfoque de balance como el estándar para analizar la sostenibilidad fiscal.

Mejor, pero no óptima: evolución de la composición de la deuda

La región tiene un nutrido historial de crisis y cuasi crisis que pone de relieve los riesgos de la composición de la deuda. Una fuerte dependencia de la deuda denominada en dólares en los años noventa, incluida tanto la deuda externa como interna en dicha moneda, contribuyó a la crisis del Tequila y a tensiones a partir de los impactos en los balances de grandes movimientos de monedas. Como se detalla en el capítulo 4, la depreciación de la moneda ha sido uno de los principales motores de los picos de la deuda en la región, provocados por la dependencia de la deuda denominada en moneda extranjera. En la década de 2000, gracias al desarrollo de mercados locales y a apreciaciones reales inducidas por los precios más altos de las materias primas, las políticas de desdolarización aumentaron el porcentaje de deuda denominada en moneda local. Además, el foco se centró en alargar los vencimientos, tanto en moneda extranjera como local, con lo cual se creó una curva de rendimiento más completa de la moneda local.

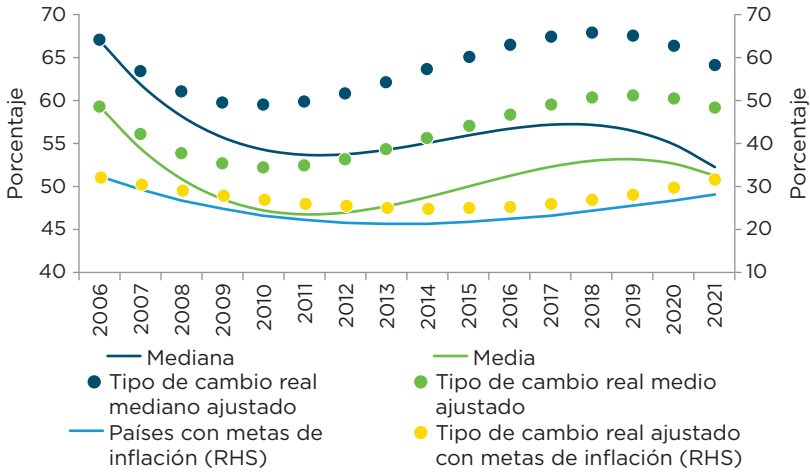
De todos modos, el colapso de los precios de las materias primas que comenzó en 2012, el crecimiento modesto, el incremento de los déficits fiscales y la depreciación revirtieron de manera parcial estas tendencias, aunque la presencia de una amplia liquidez global y de rendimientos internacionales históricamente bajos y relativamente planos permitió que los países mantuvieran vencimientos relativamente largos. Luego llegó la pandemia, con sus muchos problemas. Los gobiernos se endeudaron en los mercados internos y externos, con el impacto neto en los porcentajes de moneda extranjera, dependiendo del caso. El panel A del gráfico 6.3 ilustra estas tendencias para América Latina y el Caribe en su conjunto y para los cinco países con metas de inflación más grandes de la región.¹⁷

En la década de 2000, el ratio de moneda extranjera en relación con la deuda total disminuyó, pasando de cerca del 67% al 54% entre 2006 y 2011 para el país mediano. El país típico (o promedio) tenía ratios de deuda en moneda extranjera más bajos, aunque la curva ostentaba una trayectoria similar. Aun así, después de 2011, y con el declive de los precios de las materias primas y un crecimiento más débil en la región, la deuda en moneda extranjera comenzó nuevamente a aumentar. Hacia 2018, en el país promedio, dicha deuda había crecido hasta aproximadamente el 57%. Los cinco países más grandes con metas de inflación acusaban una deuda en moneda extranjera considerablemente más baja como porcentaje de la deuda total, y el promedio disminuyó del 32% en 2006 al 21% en 2013.

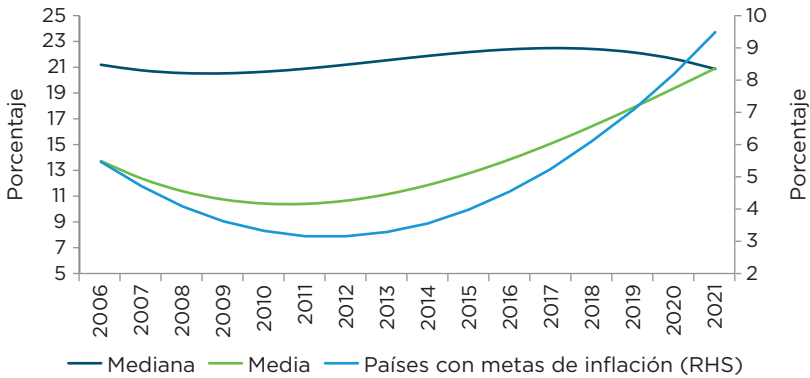
¹⁷ Estos países son Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Gráfico 6.3 Ratios de deuda en moneda extranjera

A. Porcentaje de deuda en moneda extranjera en la deuda total



B. Deuda en moneda extranjera, excluyendo la oficial, como porcentaje del PIB



Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en Base de Datos Estandarizada de la Deuda Pública del BID y datos sobre tipos de cambio del FMI.

Nota: La muestra incluye Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tobago y Uruguay. Metas de inflación se refiere a las cinco economías más grandes con regímenes de metas de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Las series están suavizadas utilizando una función cúbica. RHS indica que la serie está graficada en la escala de la derecha.

Estos gráficos reflejan no solo decisiones sobre la emisión sino también variaciones en los tipos de cambio. La corrección por movimientos en los tipos de cambio real proporciona una medida más precisa de los cambios en la composición, como resultado de la emisión de deuda en moneda local o extranjera. Los tipos de cambio real se apreciaron a comienzos de la década de 2000; por lo tanto, parte de la caída de la

deuda en moneda extranjera se debió, de hecho, a esta apreciación real. Como puede apreciarse en el panel A del gráfico 6.3, para la serie ajustada de tipo de cambio real, las curvas son planas a lo largo de la mayoría de los años.

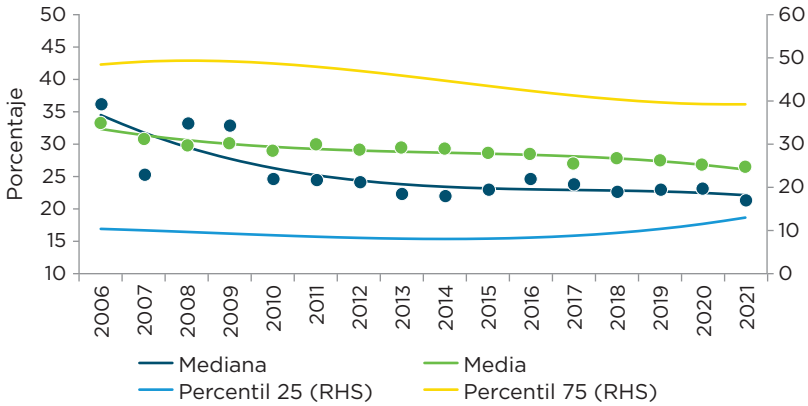
Nótese que durante la pandemia, para el país mediano y típico, el porcentaje de deuda en moneda extranjera se redujo. Sin embargo, este movimiento es mucho menos pronunciado para la serie ajustada del tipo de cambio real, lo que indica que esta disminución se debió en gran parte a una apreciación real como resultado del incremento de la inflación durante 2020 y 2021. En el caso de los grandes países con metas de inflación, este patrón no es evidente, ya que la inflación fue contrarrestada por una depreciación nominal importante. El porcentaje de deuda en moneda extranjera se eleva bruscamente en 2020 y 2021, lo que indica un aumento de las emisiones en los mercados externos y montos más grandes de préstamos oficiales.

También resulta esclarecedor excluir la deuda oficial y comparar la deuda comercial en moneda extranjera resultante con el PIB (véase el panel B del gráfico 6.3). Este ratio disminuyó en la década de 2000 en el país típico y en los países grandes con metas de inflación. Sin embargo, este declive fue menos marcado para el país promedio, debido a que algunos países que no habían explotado los mercados comerciales internacionales emitieron más deuda externa. La pandemia aumentó este ratio para el país típico y para los grandes países con metas de inflación, como resultado del aumento de la emisión y la disminución del PIB, pero este incremento fue menos pronunciado para los países promedio, que dependen más de la deuda oficial.

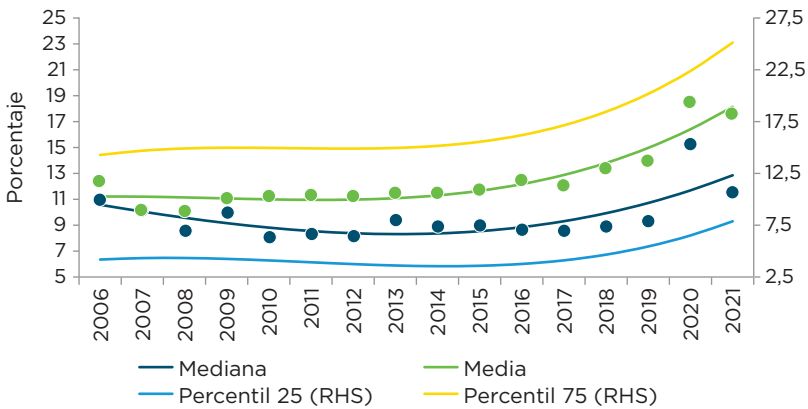
La deuda oficial ha disminuido como porcentaje de la deuda total. No obstante, debido al aumento de los ratios de deuda, la deuda oficial creció como porcentaje del PIB (paneles A y B del gráfico 6.4, respectivamente). Estas figuras ilustran el promedio y la mediana para la región. La tendencia declinante es razonablemente coherente, ya que los países han emitido mayores montos de deuda en los mercados privados, pero cabe notar que la región manifiesta variaciones considerables. En efecto, los países de Centroamérica y el Caribe tienen más deuda oficial en relación con la deuda total o en relación con el PIB que las economías más grandes de la región. El riesgo cambiario de la deuda en moneda extranjera de fuentes oficiales coincide con la deuda privada, pero dicha deuda tiende a tener un vencimiento más largo y mayores probabilidades de refinanciamiento durante los períodos de estrés (y en general es mucho menos costosa que la deuda comercial en moneda extranjera de vencimiento similar). Por ende, los riesgos (distintos del riesgo de descalce de monedas) de tener un porcentaje más alto de deuda oficial en moneda extranjera son

Gráfico 6.4 Tendencias de la deuda oficial

A. Deuda oficial como porcentaje de la deuda total



B. Deuda oficial como porcentaje del PIB



Fuente: Base de Datos Estandarizada de la Deuda Pública del BID.
Notas: Los países incluidos son los mismos que en el gráfico 6.3 más Ecuador, El Salvador y Panamá. Las curvas han sido suavizadas mediante funciones polinomiales. RHS indica que la serie está graficada en la escala de la derecha.

bastante diferentes de los derivados de la emisión de un porcentaje similar de deuda comercial en moneda extranjera.

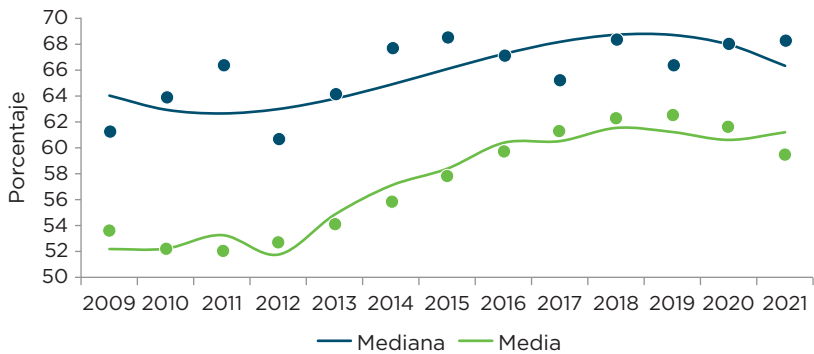
Algunos países vivieron la transición de tener una deuda comercial nula, o montos relativamente pequeños y mayor dependencia de los préstamos oficiales, a emitir montos más grandes de deuda comercial, particularmente en los mercados internacionales. La gran liquidez mundial de la década de 2000, antes y después de la crisis financiera global, promovió dicha expansión. La emisión de bonos internacionales suele ir acompañada de mejoras en la gestión fiscal, mayor transparencia y una articulación optimizada de las políticas macroeconómicas. Aun así,

comporta riesgos, ya que los cambios en las percepciones del riesgo, de acuerdo con la sincronización de los mercados en función de los riesgos, pueden ser abruptos, y los inversionistas extranjeros pueden retirarse rápidamente y amplificar los riesgos de refinanciamiento. Además, el aumento de la emisión de bonos en el extranjero y el mayor endeudamiento de fuentes oficiales a lo largo de la pandemia se han visto acompañados de un incremento general de la dolarización de la deuda (véase el gráfico 6.5).

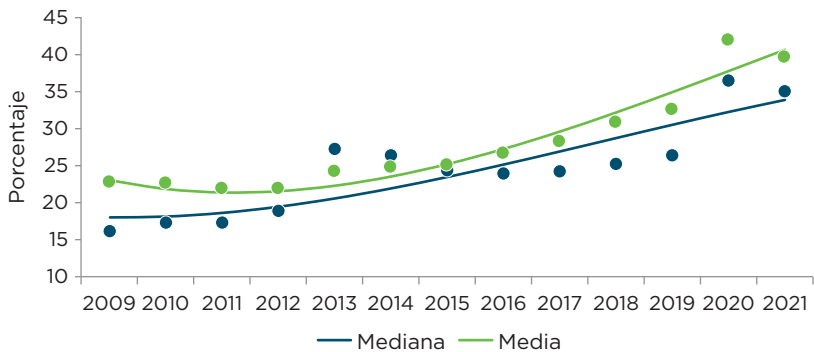
En general, hay un *trade-off* entre deuda emitida con vencimientos más largos en dólares y deuda en moneda nacional que generalmente se emite con un vencimiento más corto debido a los mayores costos de emisión o a la falta de un mercado con vencimientos más extensos. Aun así, la región consiguió ampliar los vencimientos en moneda extranjera y en los instrumentos en moneda local hasta 2019 (véase el panel A del gráfico 6.6).

Gráfico 6.5 Deuda externa y deuda en moneda extranjera

A. Deuda externa (porcentaje del PIB)



B. Deuda en moneda extranjera (porcentaje del PIB)



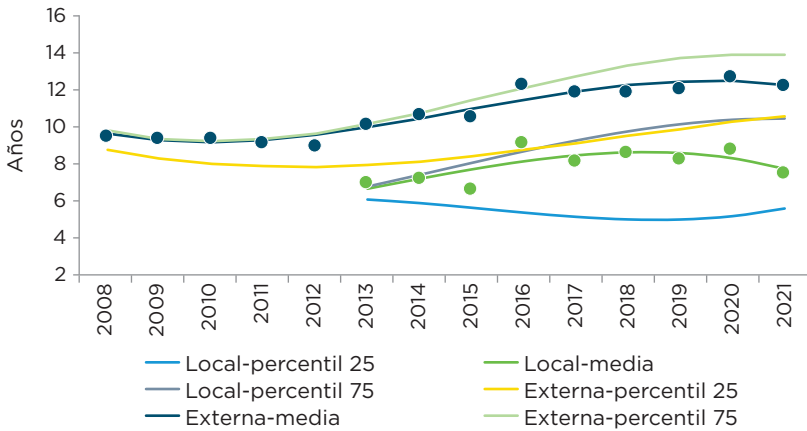
Fuente: Base de Datos Estandarizada de la Deuda Pública del BID.

Nota: La muestra de emisores nuevos y más grandes comprende Belice, Bolivia, Costa Rica, Honduras, Nicaragua, Paraguay, República Dominicana y Trinidad y Tobago.

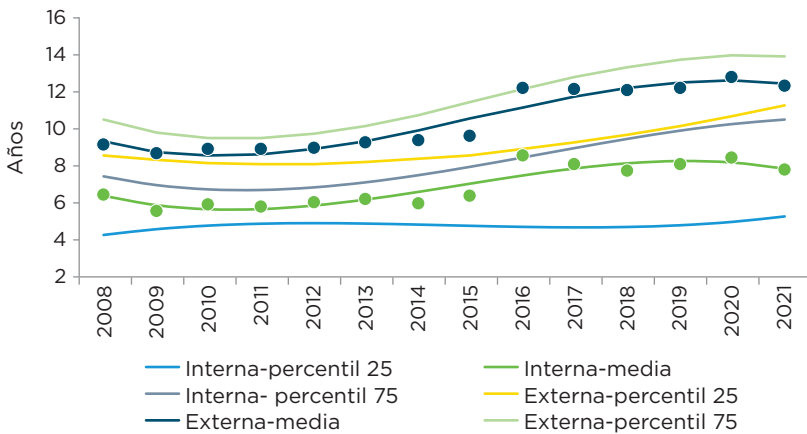
Debido a que la mayoría de las emisiones en moneda extranjera ocurren en los mercados externos y la mayoría de las emisiones en moneda local tienen lugar en el mercado interno, se puede observar el mismo patrón para los vencimientos en ambos mercados (véase el panel B del gráfico 6.6). Esta tendencia se detuvo e incluso se revirtió durante la pandemia; los vencimientos se acortaron en cierta medida, en los mercados tanto internos como externos y en todas las monedas. Una vez más, es posible apreciar variaciones entre los países de la región.

Gráfico 6.6 Evolución del vencimiento promedio de la deuda en bonos

A. Vencimiento y denominación de la moneda



B. Vencimiento y jurisdicción de la emisión



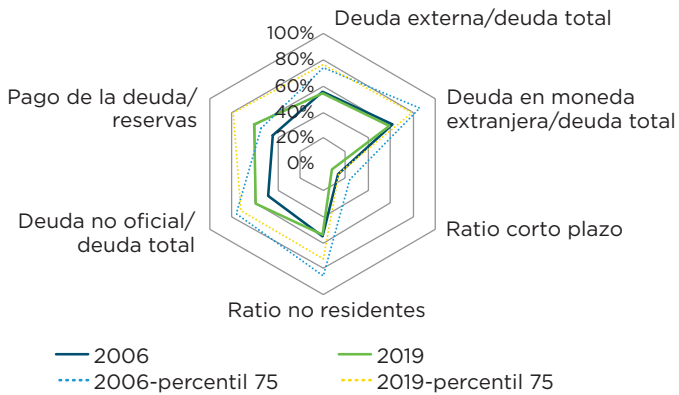
Fuente: Base de Datos Estandarizada de la Deuda Pública del BID.

Nota: El panel A presenta los vencimientos de la emisión en moneda nacional y extranjera. El panel B muestra el vencimiento en función de dónde se emitió el bono (mercado interno o externo). Los países de la muestra son los mismos que los del gráfico 6.3. Las curvas han sido suavizadas mediante funciones polinomiales.

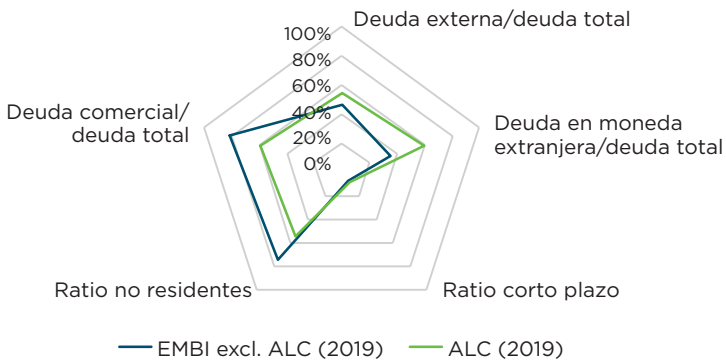
El panel A del gráfico 6.7 ilustra los avances de la región entre 2006 y 2019 en un conjunto de indicadores de la calidad de la composición de la deuda. A lo largo de este período, la composición de la deuda se ha mantenido sumamente estable en el país típico. El cambio más notable ha sido un aumento de la deuda no oficial, mientras que el ratio de deuda externa ha permanecido aproximadamente constante. Por lo tanto, los gobiernos se han basado más en la emisión de bonos o en otras fuentes de deuda comercial como porcentaje de la deuda total, particularmente a medida que nuevos países fueron ingresando la clase de activos de mercado emergente emitiendo deuda externa. Al mismo tiempo, el porcentaje de deuda a corto plazo y el ratio de reserva en relación con la deuda total han disminuido un poco. El gráfico también muestra el percentil 75 para cada

Gráfico 6.7 Tarjeta de puntaje de la composición de la deuda

A. Países en la región, 2006 vs. 2019



B. La región vs. mercados emergentes 2019



Fuente: Base de Datos Estandarizada de la Deuda Pública del BID, FMI, Banco Mundial y Bloomberg.
 Nota: ALC: América Latina y el Caribe.

indicador en diferentes países. Quizá lo más notable sea que esos países que eran más dependientes de la deuda en moneda extranjera redujeron esa dependencia a lo largo del período.

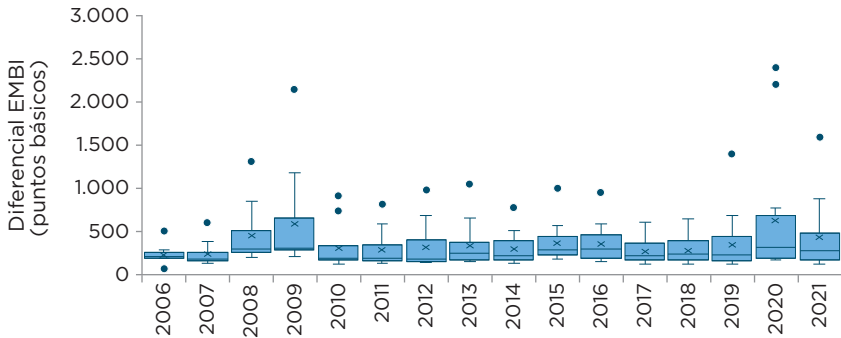
Por su parte, el panel B del gráfico 6.7 compara los mismos indicadores para América Latina y el Caribe con otras economías emergentes. Curiosamente, la región sigue dependiendo mucho más de la deuda en moneda extranjera que la economía emergente típica y tiene más deuda externa; sin embargo, depende menos de los no residentes para comprar la deuda, lo que implica que los no residentes participan más en los mercados internos de otras economías emergentes. Esto quizá refleje la relativa mayor estrechez del desarrollo del mercado local y de la base de inversionistas que históricamente ha caracterizado a la región. De acuerdo con esta línea, la región depende menos de la deuda no oficial que la economía emergente típica.

Juntos, estos gráficos indican que, si bien la región ha mejorado su composición de la deuda, en promedio, en los últimos años los avances se han desacelerado, y en ocasiones, hasta revertido. Es claro que la región tiene espacio para mejorar, particularmente en términos de seguir reduciendo su dependencia de la deuda en moneda extranjera, no oficial, mediante la ampliación de la base de inversionistas locales.

La emergencia de la COVID-19 trajo aparejada una crisis humanitaria y económica sin precedentes que podría haber tenido graves impactos en la composición de la deuda. Los ratios de deuda se dispararon con la fuerte disminución del PIB y las medidas de apoyo fiscal que se introdujeron. Ante un shock, es poco probable que la composición de la deuda sea óptima. Por lo tanto, resulta sorprendente que los cambios en 2020 hayan sido relativamente ligeros (véase el gráfico 6.7).

La mayoría de los países conservó su acceso a los mercados a tasas razonables, como lo demuestran los diferenciales del mercado secundario de bonos a lo largo de la crisis (véase el gráfico 6.8). Los gobiernos explotaron los mercados internos y externos para financiar los programas fiscales. El resultado neto fue una disminución de la deuda en moneda extranjera como porcentaje de la deuda total. Sin embargo, debido a la profunda recesión, la deuda en moneda extranjera aumentó marcadamente como porcentaje del PIB. Los gobiernos emitieron deuda comercial y se endeudaron de fuentes oficiales.

La deuda oficial como porcentaje de la deuda total era relativamente estable, aunque aquellos países con ratios relativamente bajos de deuda oficial en relación con la deuda total explotaron en mayor medida fuentes oficiales en términos relativos, por lo que el percentil 25 del ratio de deuda oficial a deuda total aumentó. Al mismo tiempo, la deuda oficial

Gráfico 6.8 Diferenciales soberanos

Fuente: Bloomberg.

Nota: Las cruces azules representan el promedio por año y los puntos azules son valores atípicos. Países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Perú, República Dominicana y Uruguay.

como porcentaje del PIB subió bruscamente frente al colapso del PIB. En el país típico, los vencimientos en moneda local y extranjera (y en los mercados internos y externos) disminuyeron, aunque no lo hicieron de forma drástica.

Vale señalar que la demanda de nuevos préstamos del FMI se concentró en instrumentos de emergencia (como el Mecanismo de Financiamiento Rápido) y en servicios financieros precautorios (como la Línea de Crédito Flexible).¹⁸ Estos instrumentos tienen escasa condicionalidad, lo cual puede explicar parte de su atractivo. Aun así, algunos países no utilizaron los recursos disponibles.¹⁹

La demanda de crédito de los bancos multilaterales de desarrollo (BMD), como el Banco Interamericano de Desarrollo, aumentó con fuerza y, debido a las políticas de gestión de capital y las agencias de calificación crediticia, el nivel de capital limitó la oferta de crédito.²⁰ De todos modos, existen oportunidades para que los países aprovechen los créditos oficiales para mejorar los calendarios de amortización en el futuro.

El caso de Brasil es un claro ejemplo de cómo las mejoras en la gestión de la deuda pueden aumentar la resiliencia financiera (recuadro 6.1).

¹⁸ Los nuevos programas en Argentina y Ecuador ya se estaban debatiendo cuando se produjo la crisis.

¹⁹ En los casos de Bolivia y El Salvador, no era inminente el apoyo necesario del Congreso; por su parte, Paraguay no utilizó los recursos. Colombia fue el único país que realmente recurrió a la Línea de Crédito Flexible.

²⁰ Véanse el capítulo 7 para más detalles y G20 (2022) para ideas sobre cómo aumentar la oferta de créditos de los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) en presencia de las limitaciones de capital.

Recuadro 6.1 Gestión de la deuda pública en Brasil

La Secretaría del Tesoro Nacional de Brasil (STN) comenzó a modernizar la gestión de la deuda en los años noventa y, con esa finalidad, creó una unidad especializada. El proceso siguió a comienzos de la década de 2000, con los objetivos de profundizar los mercados internos de la deuda, aumentar la duración promedio de la misma (reduciendo la proporción de deuda a corto plazo con vencimiento a 12 meses) y mejorar su composición mediante la sustitución de los valores a tasa fija e indexados por la inflación por deuda vinculada al tipo de cambio y a la tasa de interés. El perfil de deuda mejoró (véanse los paneles A y B del gráfico 6.1.1) y el costo de servir la deuda se mantuvo en un espectro razonable (véase el panel C del gráfico 6.1.1).

Debido a la reducción de la deuda en moneda extranjera y de la deuda interna vinculada al dólar, el riesgo de tipo de cambio quedó prácticamente eliminado.^a Al mismo tiempo, la simplificación de las regulaciones y las exenciones fiscales contribuyeron a aumentar la proporción de deuda local en manos de inversionistas extranjeros, de un 2% al comienzo de 2007 a un 20% en 2015. Como los inversionistas extranjeros favorecían los vencimientos más largos (véase el cuadro 6.1.1), la STN aprovechó la oportunidad para emitir deuda local a más largo plazo y a tasa fija con pagos de cupones semestrales y vencimiento hasta 10 años. La iniciativa de la STN sugiere que el *trade-off* entre duración y jurisdicción puede depender del tipo de inversionista.

Cuadro 6.1.1 Tenedores de valores de deuda local del gobierno federal

Tipo de valor de la deuda local	Promedios a lo largo del período 2011-21		
	Duración (años)	Porcentaje de las acciones en manos de:	
		Fondos de pensión	Inversionistas extranjeros
Tasa fija a corto plazo	1,4	10%	23%
Tasa fija a largo plazo	3,4	10%	51%
Indexada a la inflación	7,3	39%	5%
Indexada a la tasa de política monetaria	3,1	15%	1%

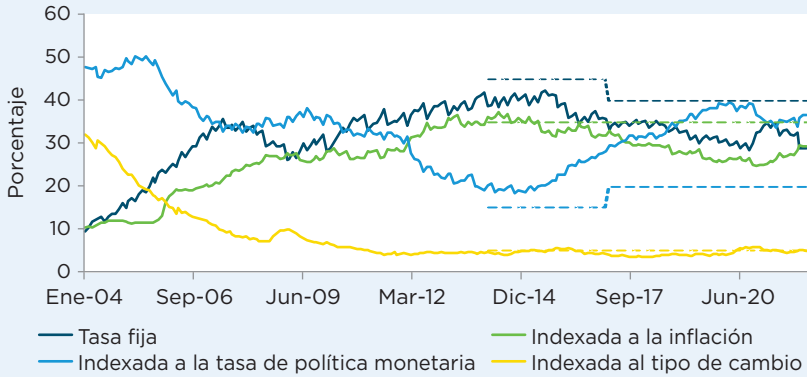
Fuente: Secretaría del Tesoro Nacional (NTS, por sus siglas en inglés).

De la misma manera, la colocación de instrumentos indexados a la inflación con inversionistas institucionales a largo plazo, como los fondos de pensiones —ayudados por reformas fiscales para facilitar las transacciones financieras en inversiones a largo plazo—, permitió que la STN aumentara la duración promedio mediante emisión interna con vencimientos de hasta un récord de 40 años.^b

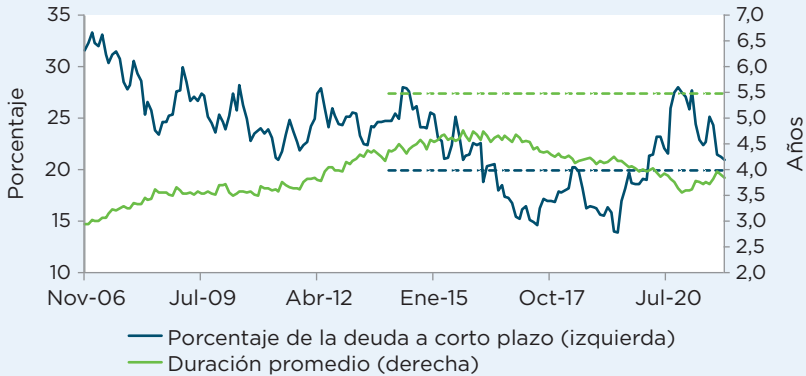
(continúa en la página siguiente)

Gráfico 6.1.1 Perfil de la deuda

A. Indexación



B. Duración promedio y porcentaje a corto plazo



C. Costo de la deuda



Fuente: Secretaría de la Tesorería Nacional (STN).

Nota: Las líneas punteadas representan objetivos a largo plazo según lo informado en el plan de financiamiento anual de la STN.

(continúa en la página siguiente)

Además, la STN implementó una serie de reformas para incrementar la liquidez en el mercado de los valores de deuda, por ejemplo, mediante la concentración de fechas de vencimiento en diferentes instrumentos de deuda para simplificar el conjunto de valores de deuda y facilitar su emparejamiento con otros instrumentos financieros estándar. Esta agrupación creó cierto riesgo de refinanciamiento, que fue compensado mediante el mantenimiento de una cuenta de reserva para gestión de la deuda (un amortiguador de liquidez) y una gestión más activa de los pasivos con frecuentes intercambios y recompras de valores de la deuda. En julio de 2002, el amortiguador de liquidez era aproximadamente igual a nueve meses y medio de vencimientos de la deuda.

Por otro lado, la STN optimizó las comunicaciones con los inversionistas y aumentó la transparencia mediante la emisión de informes periódicos sobre la estrategia de gestión de la deuda y sus resultados.^c También lanzó *Tesouro Direto*, la plataforma en línea para facilitar la compra de los valores de deuda del gobierno directamente a partir de cuentas personales.

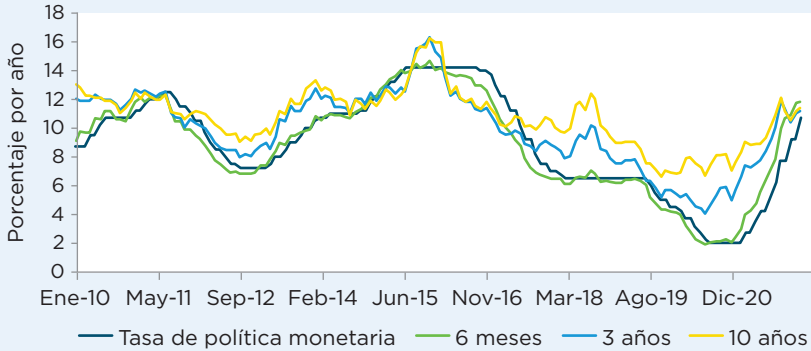
Estos avances tuvieron que enfrentarse a una prueba con la recesión que tuvo lugar en 2014 en Brasil y el importante deterioro de las cuentas fiscales del país. Como resultado, la proporción de inversionistas extranjeros disminuyó de un máximo cercano al 24% en 2015 a alrededor del 15% en febrero de 2020. Esta reducción contribuyó a hacer más pronunciada la curva soberana y, junto con una tasa de política monetaria (a corto plazo) más baja, creó incentivos para emitir deuda más corta. Fue en este contexto que Brasil se enfrentó a la crisis de la COVID-19. La STN respondió limitando las emisiones, acortando los vencimientos, recomprando bonos para proporcionar liquidez a los inversionistas y para atenuar la pendiente de la curva de rendimiento, e introduciendo valores indexados a corto plazo.^d La crisis de la COVID, los impactos inflacionarios de la invasión rusa a Ucrania y la incertidumbre política local aumentó los diferenciales de los créditos y el costo de la deuda (gráfico 6.1.2).

La historia reciente de la deuda del gobierno federal de Brasil trae aparejadas diversas implicaciones de políticas. En primer lugar, vale resaltar el éxito de las autoridades brasileñas en la implementación de una estrategia de la deuda que equilibrase costos y riesgos mediante el aumento del vencimiento y el reemplazo de la deuda indexada por las divisas y la tasa de interés con instrumentos de tasa fija e indexados por la inflación. Las autoridades resistieron la tentación de obtener ganancias a corto plazo, por ejemplo, mediante la emisión de moneda local durante el ciclo de apreciación de comienzos de los años 2000. Hay una segunda enseñanza, relacionada con la influencia del contexto macroeconómico en los resultados de la deuda. Una apreciación en términos reales se traduce en una disminución de los ratios de deuda y de la proporción de la deuda en dólares. De la misma manera, ya que la deuda externa y los residentes extranjeros tienden a demandar vencimientos más largos, la duración promedio puede disminuir a medida que la deuda local reemplace la externa, o que los inversionistas internacionales abandonen el país, como ocurrió en 2020. Y quizá la lección general más destacada se halle en la importancia de saber aprovechar las condiciones económicas relativamente benignas para optimizar

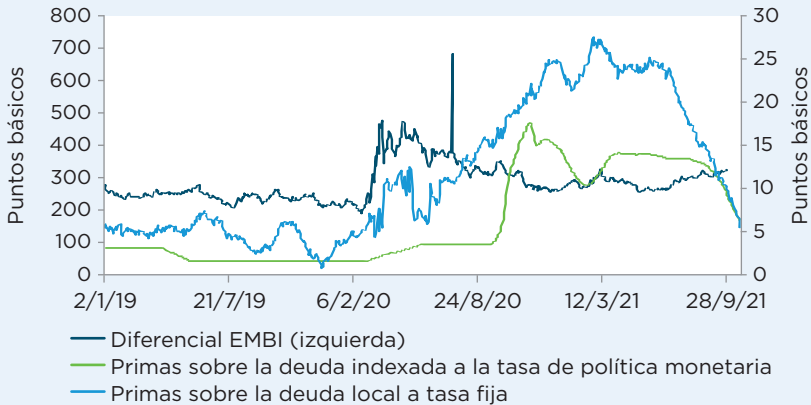
(continúa en la página siguiente)

Gráfico 6.1.2 Rendimientos de bonos nacionales y primas de riesgo externas para Brasil

A. Rendimientos internos en diferentes vencimientos



B. Prima de riesgo en bonos externos



Fuente: Secretaría del Tesoro Nacional (STN), Bloomberg.

todo lo posible la composición de la deuda, para reducir la deuda en moneda extranjera y alargar los vencimientos, y aumentar la resiliencia financiera. Una gestión de la deuda más sólida y una composición mejorada de la misma ayudaron a Brasil para que pudiera enfrentarse a una serie de shocks severos.

^a La deuda externa restante sirve para mantener una curva de rendimiento líquida de la deuda brasileña en los mercados extranjeros.

^b La indexación del IPC permitió a los mercados locales profundizar como alternativa a la dolarización financiera.

^c Por ejemplo, la STN publica el plan anual de préstamos de la deuda pública del gobierno Federal con objetivos y directrices (<https://www.gov.br/tesouronacional/en/federal-public-debt/federal-public-debt-management/objectives-and-guidelines>), requisitos y objetivos de los créditos (<https://www.gov.br/tesouronacional/en/federal-public-debt/federal-public-debt-management/borrowing-requirements-and-targets>) y un informe mensual de la deuda (<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/monthly-debt-report-mdr-ingles/2022/7>).

^d Mientras que la indexación se había limitado a valores a más largo plazo, la STN introdujo excepcionalmente un instrumento indexado a la tasa de interés anual y tres indexados a la inflación.

En la década de 2000 la composición de la deuda mejoró, lo que le permitió al país superar un poco más fácilmente los graves shocks derivados de la COVID-19, la invasión rusa a Ucrania y las incertidumbres políticas internas. Durante la pandemia la composición de la deuda sufrió transformaciones, los vencimientos de la deuda se acortaron y la deuda en dólares aumentó, pero la baja dolarización y los vencimientos extendidos al comienzo brindaron un espacio para que dichos cambios se produjeran.

Al igual que las políticas monetarias y de tipo de cambio, las estrategias de gestión de la deuda deberían tener suficiente “gasolina en el tanque” y ser lo bastante flexibles para responder en tiempos malos, y tener un fuerte respaldo institucional —o incluso autonomía operativa— para asegurar que el tanque de gasolina se llene durante los períodos buenos. Esto es otro buen motivo para afianzar la fortaleza técnica e institucional de las OGD.

El servicio de la deuda y el perfil de amortización

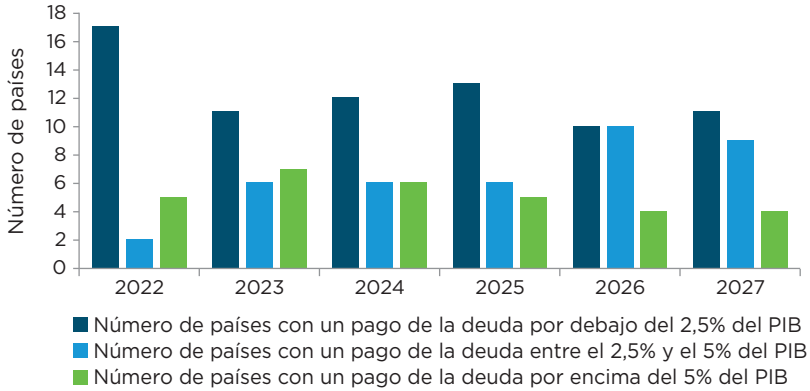
Una de las tareas más importantes de los administradores de la deuda consiste en gestionar el calendario de amortización y de servicio de la deuda. Las obligaciones del servicio de la deuda varían en gran medida según los países de la región. La mayoría de los países tiene obligaciones del servicio de la deuda previstas relativamente bajas como porcentaje del PIB (véase el panel A del gráfico 6.9). Aun así, hay cinco países que tienen amortizaciones y pagos de intereses superiores al 5% del PIB que vencen entre agosto y diciembre de 2022; el número de países con amortizaciones de esa magnitud aumenta hasta siete para 2023.²¹ En 2024, seis países todavía tendrán obligaciones del servicio de la deuda por encima del 5% del PIB. El servicio de la deuda en 2023 (amortizaciones más pago de intereses) para el país mediano equivale a alrededor del 15% del total de los ingresos del sector público (véase el panel B del gráfico 6.9). En una cuarta parte de los países de la región, esa cifra es superior al 25%.

Si bien se trata de obligaciones importantes, los países tienen diversas opciones para mitigar los riesgos del refinanciamiento. La más visible consiste en mantener un marco macroeconómico estable y coherente, con fuertes instituciones fiscales que inspiren confianza en la sostenibilidad de las políticas fiscales futuras (véase el capítulo 5). Contar con un fondo

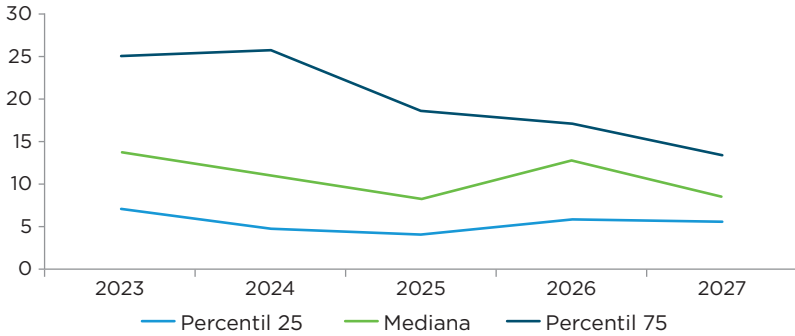
²¹ Las estadísticas para 2023 y los años posteriores no incluyen los vencimientos de cualquier deuda que será refinanciada de antemano; los gráficos representan una fotografía de un cierto momento en el tiempo.

Gráfico 6.9 El peso del servicio de la deuda pública

A. Número de países según el servicio de la deuda como porcentaje del PIB



B. Servicio de la deuda como porcentaje de los ingresos del sector público



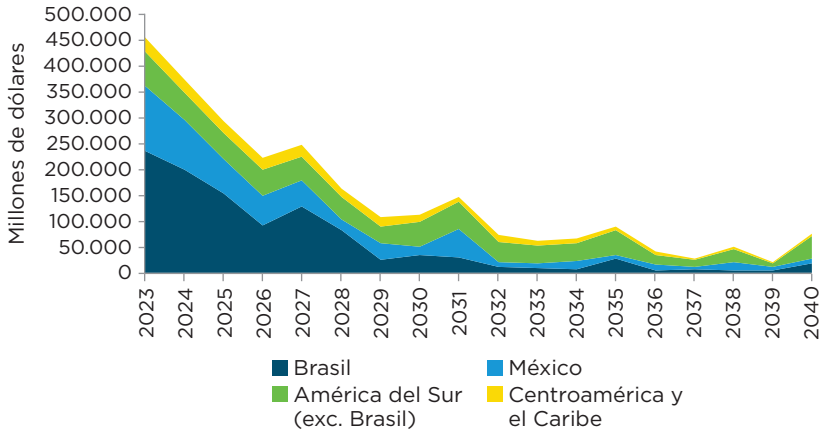
Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Bloomberg y datos del FMI.

Nota: Los datos para 2022 del panel A incluyen la deuda con vencimiento entre el 10 de agosto y el 31 de diciembre de 2022.

de reserva que respalde la deuda que vencerá a más corto plazo genera más confianza todavía, al igual que un servicio financiero del FMI o de un BMD que se pueda desembolsar rápidamente si es necesario.

Si se observa el calendario de amortización en dólares a lo largo de un marco temporal más amplio, se puede apreciar que los países más grandes naturalmente representan un porcentaje mayor de las amortizaciones totales de la región (véase el gráfico 6.10). Brasil y México representan cerca del 57% de las amortizaciones totales de la región, mientras que todos los países de Centroamérica y el Caribe alcanzan solo al 8%.²² Y lo que acaso sea más relevante, las amortizaciones disminuyen de cerca de

²² La fuente de estas estadísticas es Bloomberg y, por lo tanto, la amortización refleja el universo de los instrumentos de deuda incluidos en los datos de dicha empresa.

Gráfico 6.10 Calendario de amortización de la deuda

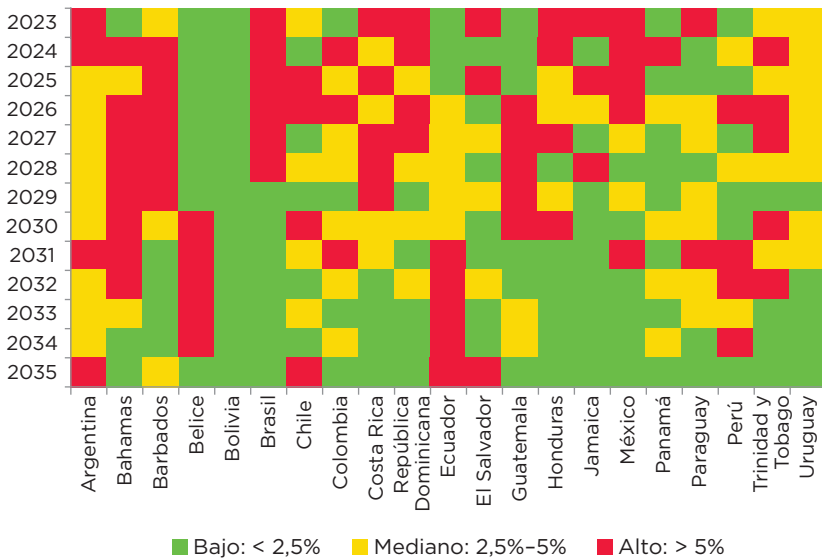
Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Bloomberg.

US\$460.000 millones en 2023 a US\$61.000 millones en 2033. Naturalmente, a medida que se refinancie la deuda a corto plazo aumentarán las amortizaciones en fechas posteriores. Si bien la región ha emitido deuda a largo plazo con vencimientos en 2040 y más tarde, la curva de amortización sigue estando marcadamente orientada hacia los próximos años. Además, los picos de las amortizaciones vencen algunos de los mismos años en que se concentran los vencimientos.²³

Para investigar con mayor grado de detalle las concentraciones de las obligaciones de la deuda en diferentes países, el gráfico 6.11 ilustra el ratio de amortizaciones en relación con el principal de la deuda que vence cada año. En diversos países, más del 5% de las amortizaciones se concentran en un solo año, y si bien la mayoría de esas concentraciones son en 2023, lo que refleja el uso de deuda a más corto plazo, algunas consignadas en años posteriores reflejan una concentración de vencimientos con fechas más tardías.

Por lo tanto, si bien la región todavía tiene que volverse más sofisticada en su gestión de la composición de la deuda y los perfiles de deuda, puede que deba ampliar los vencimientos promedio de la deuda y reducir las concentraciones de amortizaciones. Los BMD con préstamos a largo plazo a tasas de interés relativamente bajas pueden ayudar a suavizar estos perfiles. Naturalmente, cualquier operación de gestión de pasivos en línea con este planteo requiere una cuidadosa evaluación de costos y beneficios país por país.

²³ Los países se enfrentan a un *trade-off* entre concentrar vencimientos para mejorar la liquidez de determinados instrumentos o crear riesgos de refinanciamiento.

Gráfico 6.11 Mapa de calor de las amortizaciones de la deuda

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Bloomberg.

Nota: El gráfico muestra las amortizaciones sobre la deuda total en porcentaje.

La sofisticación de la gestión de la deuda en América Latina y el Caribe

Una estructura estilizada de gobernanza de gestión de la deuda implica la interacción del Congreso, el poder ejecutivo y el banco central. La OGD es la piedra angular y la principal agencia ejecutora (véase el gráfico 6.12), y el objetivo último es satisfacer las necesidades de financiamiento del gobierno con una mezcla de riesgo-costo razonable. Aunque los administradores de la deuda no se encargan de establecer preferencias fiscales, su aporte debe informar a los responsables de las políticas en relación con lo que puede ser prudente y posible, así como en torno a cuáles son las mejores estrategias para lidiar con las vulnerabilidades de la deuda. La OGD suele tener su sede en el ministerio de Finanzas o en el banco central; con menos frecuencia, es un organismo independiente en toda regla.²⁴

Si bien no existe ningún plan único para una OGD, los organismos internacionales han desarrollado principios y recomendaciones bien valorados. Las directrices conjuntas del Banco Mundial y el FMI para la Gestión de la Deuda Pública (Banco Mundial y FMI, 2001), que son la base del programa de Evaluación de Desempeño de Gestión de la Deuda, del Banco

²⁴ Véase Prats y Chiara (2021) para un debate más profundo sobre las OGD de la región.

Gráfico 6.12 Contexto estilizado de la oficina de gestión de la deuda

Fuente: Equipo del BID, sobre la base de Banco Mundial (2015).

Mundial (DeMPA), fueron lanzadas para apoyar el desarrollo institucional y de capacidades, particularmente en los países en desarrollo.

Debido a las complejidades involucradas en la gestión de la deuda y a los riesgos que puedan resultar de malas decisiones, la capacidad técnica de los administradores de la deuda es fundamental. Una encuesta reciente organizada en seis dimensiones analíticas proporciona información sobre esas capacidades en la región (véase el cuadro 6.2). El puntaje total (es decir, la suma de los puntajes obtenidos en seis dimensiones) se utiliza como indicador de la capacidad de la OGD en esa área.²⁵ Como podría esperarse, la capacidad general de las OGD de la región está relacionada positivamente con el tamaño de la economía (véase el gráfico 6.13),²⁶ aunque hay países que se sitúan por encima y por debajo de la línea de tendencia. Los países con los puntajes más altos, controlando por el PIB, tienden a tener un historial más largo de emisiones en mercados internacionales, lo que sugiere que la experiencia importa.

²⁵ Como las secciones de la encuesta tienen diferentes puntajes máximos posibles (distinta cantidad de preguntas y diferente puntaje para cada pregunta), los puntajes se normalizaron de manera que cada dimensión tuviese el mismo peso en el análisis.

²⁶ No se observa ninguna relación importante entre el puntaje total obtenido en la encuesta y el PIB per cápita. La relación entre el puntaje total obtenido en la encuesta y los indicadores de gobernanza del Banco Mundial también se analizó, y no se encontraron vinculaciones significativas.

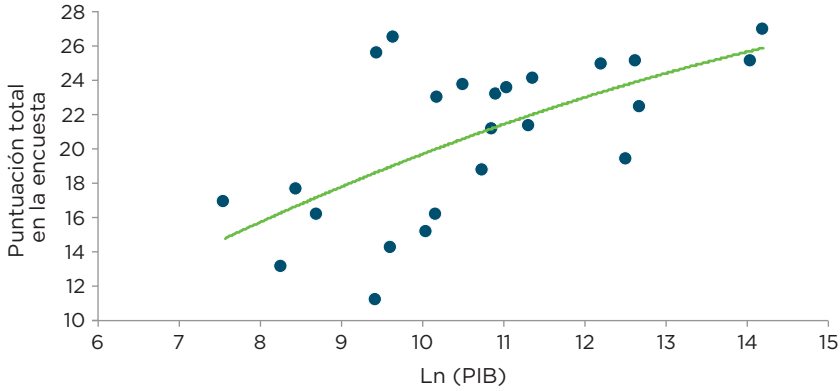
Cuadro 6.2 Dimensiones analíticas incluidas en una encuesta reciente de oficinas de gestión de la deuda

Acuerdos institucionales y gobernanza	Coordinación con políticas macroeconómicas	Estrategia de la deuda-sostenibilidad	Gestión y recursos de la OGD	Datos de la deuda y gestión de riesgos operacionales	Endeudamiento y otras actividades relacionadas con la deuda
<p>Localización de la OGD</p> <p>Estructura de la OGD (ventanilla, oficina de operaciones y oficina interna)</p> <p>Funciones de la OGD</p> <p>Legislación para la gestión de la deuda pública</p> <p>Comunicación entre la OGD y el Parlamento/Congreso</p> <p>Auditorías de las actividades de gestión de la deuda pública</p>	<p>Existencia/composición del Comité de Gestión de la Deuda</p> <p>Elaboración/contenido de provisiones sobre el pago de la deuda del gobierno central</p> <p>Información compartida entre la OGD y las autoridades fiscales/presupuestarias</p> <p>Separación entre operaciones de política monetaria y transacciones de gestión de la deuda</p> <p>Coordinación con el banco central</p> <p>Acceso del gobierno a recursos financieros del banco central</p>	<p>Existencia/contenido de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo</p> <p>Inicio de análisis de sostenibilidad de la deuda</p>	<p>Gestión de recursos humanos</p> <p>Equipo profesional</p> <p>Existencia de manuales de procedimiento</p> <p>Acceso a software adecuado (registro, análisis, informe)</p>	<p>Existencia de registro de la deuda y de un sistema de registro central</p> <p>Publicación de los datos de la deuda soberana (informe estadístico, frecuencia, contenido)</p> <p>Continuidad de la empresa (existencia de un plan de continuidad, sitio de recuperación operativa, directrices documentadas para gestión de riesgos operacionales)</p>	<p>Existencia de procedimientos documentados para: endeudarse en los mercados internos/externos, transacciones derivadas; emisión de garantías del gobierno central sobre los préstamos y las garantías de préstamo</p> <p>Frecuencia de reuniones con participantes del mercado nacional, inversionistas extranjeros y agencias de calificación</p>

Fuente: Equipo del BID sobre la base de información proveniente de Prats y Chiara (2021).

Nota: OGD: oficinas de gestión de la deuda.

Gráfico 6.13 Capacidad de las oficinas de gestión de la deuda y tamaño de las economías

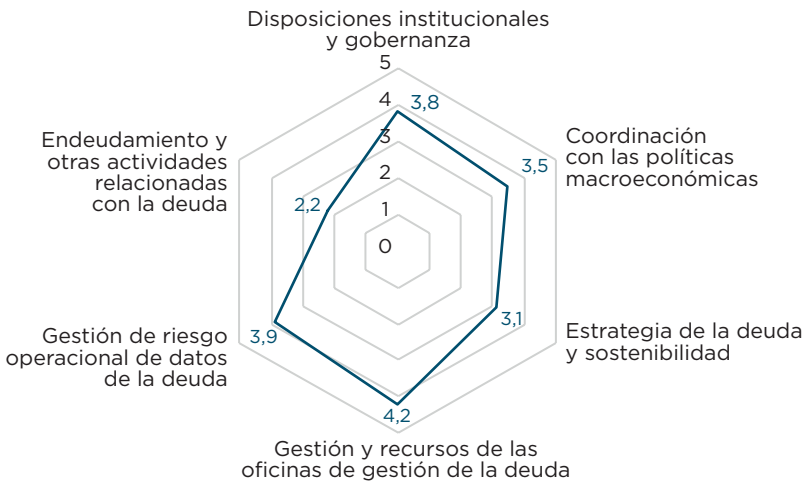


Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en una encuesta y en la Base de Datos Estandarizada de la Deuda Pública del BID.

Nota: Los datos del PIB corresponden a diciembre de 2020.

Para ahondar en más detalles, la encuesta revela un puntaje relativamente bueno para las OGD de la región en ámbitos como “gestión y recursos de la OGD” y “gestión de riesgo operacional de datos de la deuda” (véase el gráfico 6.14), pero puntajes más débiles en los ámbitos de “préstamos de la deuda y otras actividades relacionadas con la deuda”

Gráfico 6.14 Capacidad de las oficinas de gestión de la deuda por dimensión



Fuente: Elaboración del equipo del BID a partir de una encuesta sobre las capacidades institucionales de las oficinas de gestión de la deuda.

y “estrategia de la deuda y sostenibilidad”, aspectos cruciales para una OGD. En resumen, todavía hay espacio para mejoras, particularmente si se toma en cuenta el exigente panorama financiero actual.

Innovaciones recientes en los instrumentos de la deuda

Las OGD también tienen la responsabilidad de revisar los instrumentos de la deuda y los contratos utilizados. En virtud de la frecuencia de la reestructuración de la deuda (cuestión que se aborda en el capítulo 10), ha aumentado el interés en los instrumentos de deuda de contingencia, que proporcionan un seguro automático contra shocks negativos de uno u otro tipo. Más recientemente, los bonos temáticos, incluidos los bonos sociales y los instrumentos de la deuda sostenibles para el clima han despertado un mayor interés. Esta sección final analiza las últimas reflexiones sobre estos dos temas de interés desde la perspectiva de la gestión de la deuda.

Deuda contingente

La principal ventaja que se desprende del hecho de que la deuda sea contingente desde la perspectiva del prestatario es bajar los pagos del reembolso en tiempos difíciles y reducir el riesgo alineando los pagos con el ciclo económico. Desde la perspectiva del acreedor, estos contratos han sido propuestos con mayor frecuencia como una manera de recuperar pagos más grandes después de una reestructuración que ha reducido los pagos de intereses y/o del principal.

Entre este tipo de instrumentos, se encuentran los bonos indexados por el PIB, que tienen el potencial para suavizar los ratios de servicio de la deuda y estabilizar las finanzas públicas (véase Benford et al., 2016). Estos instrumentos limitan los pagos de intereses en tiempos difíciles y, de este modo, reducen la probabilidad de que la deuda se vuelva insostenible. Por lo tanto, actúan como un seguro contra la recesión, disminuyendo el pago del principal y de los intereses en los malos tiempos.²⁷

Costa Rica, Bulgaria y Bosnia y Herzegovina emitieron bonos vinculados al PIB como parte de sus reestructuraciones del Plan Brady. Argentina, Grecia y Ucrania también emitieron un tipo de instrumento indexado por el PIB después de sus crisis de la deuda.²⁸

²⁷ Véanse Blanchard, Mauro y Acalin (2016) y Brooke et al. (2013).

²⁸ Véanse Costa, Chamon y Ricci (2008); Zettelmeyer, Trebesch y Gulati (2013), y Ministerio de Finanzas de Ucrania (2015). BTP-Futura de Italia es un ejemplo reciente de bonos vinculados al PIB no relacionados con la crisis, que otorgan —a quienes compran durante la colocación y esperan hasta el vencimiento— tasas mínimas de cupones anuales más el pago de un bono proporcional al crecimiento del país.

En la práctica, los mercados tendieron a penalizar la falta de liquidez de estos instrumentos y, como los retornos de los inversionistas pueden ser más volátiles, pidieron una prima en relación con un bono estándar.²⁹ Además, Cecchetti y Schoenholtz (2017) sostienen que los funcionarios públicos pueden coaccionar a los organismos de estadísticas para que informen de niveles más bajos de PIB nominal para reducir los pagos, y que las cifras del PIB pueden estar sujetas a serios retrasos de las revisiones de datos, que complican las valoraciones de los bonos indexados por el PIB y los acuerdos de pago.

Los bonos indexados por las materias primas reducen estos problemas, pero son más pertinentes para los países que dependen mucho de las exportaciones de materias primas o para los importadores de las mismas. Las valoraciones se facilitan para un número selecto de materias primas con contratos líquidos derivados a vencimientos más largos. Aun así, un problema que se observa tanto con la deuda indexada por el PIB como por las materias primas es el riesgo potencialmente alto de “disposición a pagar” en los buenos tiempos, cuando los países pagarían con mayor cumplimiento y los contratos quedarían “fuera del dinero” en relación con un contrato de deuda estándar. Se podría sostener que este ha sido el motivo por el cual las garantías del PIB de Argentina y la “cláusula de recuperación del petróleo” de Venezuela (dentro de su Plan Brady) parecían estar infravaloradas por el mercado.

Por esta razón, Anderson, Gilbert y Powell (1989) abogaron a favor de que los BMD brindasen garantías sobre los instrumentos indexados por las materias primas para iniciar un mercado de instrumentos de deuda contingente. Más recientemente, el BID y otros BMD han desempeñado el papel de intermediarios entre países y bancos de inversión para reducir los riesgos de crédito percibidos y ofrecerles a los países acceso a préstamos vinculados a las materias primas o a *swaps* en términos más atractivos.

Otra clase de deuda contingente del Estado comprende los bonos CAT (catástrofe) y los contratos con cláusulas de desastre hechos a la medida para proveer cobertura contra riesgos externos específicos asociados con los desastres naturales. Estos instrumentos han sido utilizados hace poco tiempo por Barbados, Colombia, México y Perú. Otra opción para hacer frente a las variaciones en el ratio del servicio de la deuda/PIB es el uso de los llamados bonos convertibles contingentes (CoCos), a saber, bonos que extienden automáticamente el vencimiento del pago cuando un país recibe ayuda de liquidez del sector oficial. Los CoCos se ven como una manera de inducir a un rescate de los acreedores que potencialmente

²⁹ Véase Cruces y Levy-Yeyati (2016).

aumentaría la disciplina del mercado sobre los bonos soberanos, y facilitaría la negociación de los paquetes liderados por el FMI. Los CoCos soberanos fueron defendidos por Weber, Ulbrich y Wendorff (2011) en la zona del euro, sobre la base de una propuesta conocida como la Opción Universal de Refinanciamiento de la Deuda con una Sanción (UDROP, por sus siglas en inglés) (véase Buiter y Sibert, 1999).

¿Deberían estos instrumentos ser una parte normal de la caja de herramientas de los administradores de la deuda? Esto depende del *trade-off* costo-riesgo. Desafortunadamente, la percepción de un riesgo de crédito y de iliquidez relativamente alto tiende a aumentar los costos de esos instrumentos y a ahogar su desarrollo. También se puede mencionar un principio de la economía política: puede que a los responsables de las políticas se los critique por los costos adicionales en tiempos normales o buenos y rara vez se los recompense por los costos más bajos de la deuda en tiempos difíciles. Quizá los BMD puedan resultar de utilidad para disminuir los costos e intentar contrarrestar esos incentivos perversos de economía política.

Bonos temáticos

Los bonos temáticos han surgido como una nueva clase de activos para mejorar la robustez de los mecanismos de monitoreo, los informes y la gobernanza en el uso de los procedimientos de emisión de bonos. Estos instrumentos pueden ser emitidos por emisores privados (corporaciones financieras y no financieras) y públicos (gobiernos soberanos, bancos de desarrollo, gobiernos locales). Dentro de este universo, los bonos soberanos GSS (verdes, sociales y sostenibles) tienen un potencial importante, en función de la escala de financiamiento que pueden movilizar. Pueden atraer inversionistas institucionales al financiamiento vinculado con políticas nacionales sostenibles como las contribuciones determinadas a nivel nacional (NDC, por sus siglas en inglés) y los compromisos con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), que se benefician de los precios de las primas verdes (*greeniums*).³⁰

Debido a las responsabilidades de asignación presupuestaria y de recursos de la mayoría de los gobiernos centrales —sobre todo en proyectos de infraestructura a gran escala—, los emisores soberanos tienen el poder para escalar las inversiones GSS, supuestamente más que cualquier otra clase de activo. En noviembre de 2021, unos 22 gobiernos nacionales emitieron bonos soberanos verdes por un total de US\$96.000 millones.

³⁰ *Greenium* denota la diferencia de rendimiento entre un bono verde y un bono convencional de vencimiento similar.

Asimismo, al menos otros 14 gobiernos soberanos de todo el mundo han hecho notar su intención de emitir bonos GSS. Y mientras que en 2020 los bonos temáticos soberanos representaron el 8% del volumen global total de emisiones temáticas (US\$45.150 millones), dicha representación ascendió en la región al 62% de las emisiones temáticas totales para el mismo año, cifra equivalente a US\$7.730 millones.³¹

Los bonos temáticos proporcionan beneficios en términos de la diversificación de la base de inversionistas, normalmente inversionistas institucionales con mandatos ligados a los aspectos ambiental, social y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés), que generan precios favorables: las suscripciones a la emisión verde inaugural de Chile en 2019 se agotó 12 veces y generó un bono *greenium* de hasta 10 puntos básicos, mientras que la emisión doble de Colombia con un bono convencional arrojó un rendimiento diferencial de 15 puntos básicos.³² Además, los bonos temáticos pueden mejorar el atractivo general de los emisores soberanos con los inversionistas internacionales.³³

Estos beneficios tienen que compensar dos grandes obstáculos: los costos de preparación y la liquidez. La preparación de los bonos temáticos es costosa; requiere disponer un marco de bonos que detalle un mecanismo institucional especializado para utilizar los recursos, defina el universo elegible y desarrolle indicadores de monitoreo e información. La emisión de bonos temáticos también exige un perfil creíble de sostenibilidad/ESG que trascienda las áreas del bono específico y, junto con el marco, sea estudiado por una entidad independiente. Además, puede que la liquidez sea más escasa para estas emisiones de nicho, en virtud de su tamaño relativamente limitado y el carácter de comprar y retener de los inversionistas prospectivos. Sin embargo, debido a su naturaleza, estos bonos han demostrado ser resilientes ante las fluctuaciones de precios durante las turbulencias de mercado, como se observa en los diferenciales reducidos de los márgenes de comprador-vendedor durante esos episodios.³⁴

Dicho esto, los emisores soberanos han estado innovando en estrategias de emisiones para aumentar la liquidez del bono temático. Por

³¹ Véase Harrison y Muething (2021).

³² Esto se compara con los *greeniums* de hasta 3 puntos básicos en las economías avanzadas. Véase el enlace https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeld=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-180337%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased.

³³ J.P. Morgan otorga puntajes ESG más altos a los bonos determinados como verdes por la Iniciativa de Bonos Climáticos (J.P. Morgan, 2021).

³⁴ Véase el enlace <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/green-bond-premium-justified-by-strong-secondary-market-performance-flexibility-66696509>.

ejemplo, Chile ha reabierto sus bonos verdes a lo largo de los años para aumentar el tamaño. Y Colombia ha seguido el ejemplo de doble emisión de Alemania, con bonos convencionales que ostentan el mismo vencimiento y un cupón que permite que los inversionistas intercambien ambos instrumentos en caso de necesidad de liquidez. Por lo tanto, los bonos temáticos se han convertido en un elemento útil de la caja de herramientas de la gestión de la deuda, sobre todo para los administradores de la deuda de las economías emergentes.³⁵

El creciente rol de la gestión de la deuda

La gestión de la deuda trata de minimizar los costos y también de brindar protección contra riesgos. Un papel clave de la OGD consiste en gestionar el perfil de la deuda para mitigar vulnerabilidades ante movimientos bruscos de las tasas de interés, las monedas y los precios de las materias primas, así como ante cambios en las preferencias de riesgo de los inversionistas, entre otros factores, a la vez que se tiene conciencia de los costos implicados. Debido a la dimensión del problema y a la incertidumbre en torno de variables fundamentales, el hecho de buscar la “estrategia óptima” mediante un algoritmo complejo no es realista. Un enfoque más práctico consiste en elegir una estrategia que evite grandes riesgos (como pérdidas de balance por una depreciación súbita, o preocupaciones de refinanciamiento debido a la acumulación excesiva de vencimientos o a grandes pasivos contingentes), y asegure una mejora sostenida y gradual en términos de reducción de costos y riesgos, a la vez que se aprovechan las oportunidades de mercado. Además, los administradores de la deuda deben tener en cuenta el lado de los activos, a saber, el *stock* de reservas internacionales líquidas y, en la medida en que se pueda traducir en valores de mercado, la estructura de los ingresos y gastos del sector público, incluidas las obligaciones contingentes.

Muchas economías de América Latina consiguieron mejorar la resiliencia financiera y distanciarse de las fluctuaciones de divisas mediante una mayor dependencia de los mercados nacionales en moneda local, así como de los inversionistas internos, el aplazamiento de los vencimientos y el mantenimiento de los amortiguadores de liquidez del dólar. La mejora en la gestión de la deuda se refleja en una composición más benigna de la deuda, con una menor proporción de deuda externa dolarizada y vencimientos más largos, tanto a nivel interno como externo, con costos más

³⁵ Véase el enlace <https://gsh.cib.natixis.com/our-center-of-expertise/articles/german-sovereign-innovates-with-its-bund-s-inaugural-green-twins>.

baratos de los créditos. En efecto, a partir del aprendizaje derivado de anteriores crisis de la deuda, muchos países de la región optimizaron sus OGD y adoptaron estrategias de gestión de la deuda más sofisticadas. Sin embargo, las mejoras varían según los países y se han estancado en el país típico en los últimos años.

Los problemas se vieron exacerbados por la pandemia, que no solo aumentó la deuda, sino que también revirtió algunos de los avances realizados en cuanto a su composición. Pasada la pandemia, muchos países ahora se enfrentan al doble problema de cómo reducir la deuda y mejorar su composición para recuperar objetivos de mediano plazo. Estos problemas refuerzan la necesidad de seguir mejorando las OGD y desarrollar estrategias viables de gestión de la deuda con el necesario respaldo político. La presencia de marcos más sofisticados y mejor calibrados, que vayan más allá de las directrices generales, junto con el fortalecimiento técnico e institucional de las OGD, contribuiría a reducir las vulnerabilidades, aumentar la transparencia, facilitar la coordinación interna del gobierno y disminuir el costo de la deuda.

Más específicamente, existen oportunidades para moderar los calendarios de amortización con el fin de mitigar la aglomeración de vencimientos y, en algunos casos, reducir más la dependencia de la deuda en moneda extranjera. Los países también pueden aprovechar las innovaciones en los instrumentos de deuda, particularmente los bonos temáticos, que pueden mejorar la transparencia y el monitoreo y bajar los costos, y los instrumentos contingentes, que se pueden utilizar para reducir riesgos. Los administradores de la deuda deben monitorear activamente y buscar cómo cuantificar fuentes de pasivos reales y contingentes que requerirán una estrecha coordinación con las diversas entidades públicas. Si no existen aún, deben desarrollarse marcos robustos para el monitoreo y la gestión del riesgo de deuda. Los BMD están bien posicionados para aconsejar a los países y proporcionar instrumentos focalizados con la finalidad de prorrogar los vencimientos, ampliar el tipo de instrumentos disponibles para los administradores de la deuda y reducir costos.

El aumento de las tasas de interés a nivel mundial puede alterar considerablemente las condiciones de los mercados internacionales, y solo fortalece los beneficios de los instrumentos de deuda en moneda local que se desarrollan con vencimientos más largos. La gestión de la deuda es un ámbito altamente técnico y especializado del dominio de las finanzas públicas. Una OGD competente y que funcione bien es condición necesaria para una saludable integración financiera en los mercados globales, y un insumo clave para una política fiscal sostenible. Después de la pandemia, esto ha cobrado aún más relevancia en términos de conservar los avances del pasado y seguir mejorando la gestión de la deuda en los próximos años.

Acreeedores oficiales: proveedores de algo más que dinero

Si bien la mayor parte de la deuda externa de los gobiernos en América Latina y el Caribe es con contrapartes del sector privado, los acreedores oficiales siguen siendo una fuente importante de financiamiento y, en algunos países, proporcionan la mayor parte del financiamiento externo. Los préstamos oficiales incluyen los provenientes de organizaciones financieras como los bancos multilaterales de desarrollo (BMD), entre ellos, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), así como el Fondo Monetario Internacional (FMI), y los préstamos bilaterales de gobiernos o de entidades de propiedad pública. Unas de las ventajas de los acreedores oficiales es que ofrecen vencimientos más largos y cobran tasas de interés más bajas que los mercados privados y, a diferencia de la deuda privada, tienen un mandato de desarrollo específico. Los préstamos de los acreedores oficiales suelen centrarse en temas que promueven la estabilidad económica y el crecimiento, reducen la pobreza y la desigualdad, y apoyan los bienes públicos globales, y pueden otorgarse mediante instrumentos novedosos para completar mercados.¹

Este capítulo describe la evolución del crédito oficial en América Latina y el Caribe. Presenta las principales tendencias en esta materia y luego se centra en los préstamos de los BMD y los acreedores oficiales bilaterales. El capítulo aborda los beneficios de los préstamos oficiales con un foco particular en su capacidad contracíclica y de movilizar recursos de terceros. Cuando se comparan los prestamistas oficiales, estas características son más visibles en los BMD, cuya esencia fundamental es la complementariedad entre préstamos, conocimiento y su trato como acreedor preferente (PCT, por sus siglas en inglés).² Gracias a los beneficios de los préstamos procedentes de los BMD y las ganancias de eficiencia de los préstamos que

¹ Para un debate sobre los instrumentos, véase el capítulo 6.

² Si un banco multilateral de desarrollo (BMD) presta, pero no proporciona conocimiento, su rol no puede diferenciarse del de un banco comercial, que ya existe.

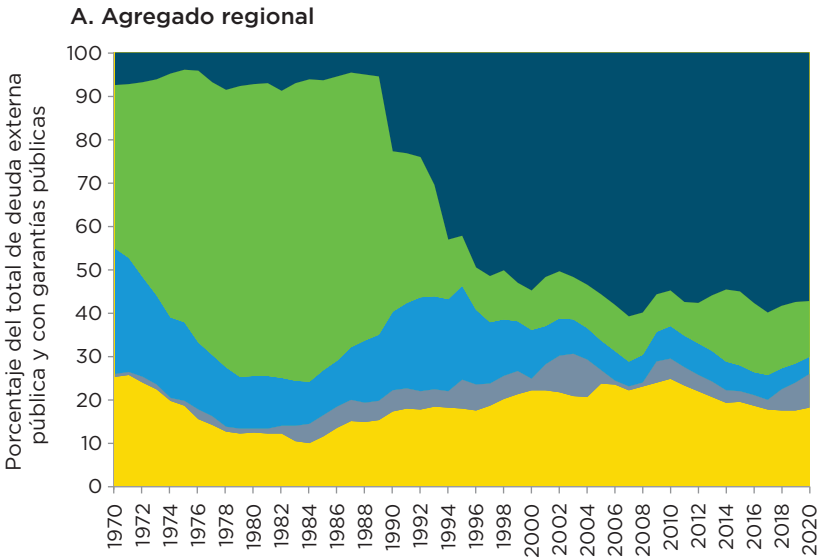
se obtienen a través de ellos, el capítulo se pronuncia a favor de aumentar su participación en la arquitectura financiera internacional.

Tendencias de los préstamos oficiales

A fines de 2020, cerca del 30% de la deuda externa soberana de América Latina y el Caribe era proporcionada por el sector oficial (véase el panel A del gráfico 7.1). El 52% de la deuda externa del país promedio había sido contraída con dicho sector (panel B del gráfico 7.1). Esta aparente incoherencia refleja diferencias entre países grandes o bien calificados con un mayor acceso a los mercados privados y países más pequeños o con malas calificaciones de deuda, que dependen más del sector oficial.

En términos de la deuda oficial, la deuda multilateral representa la parte más grande en América Latina y el Caribe. En diciembre de 2020, la deuda multilateral equivalía casi al 20% de la deuda soberana externa total de la

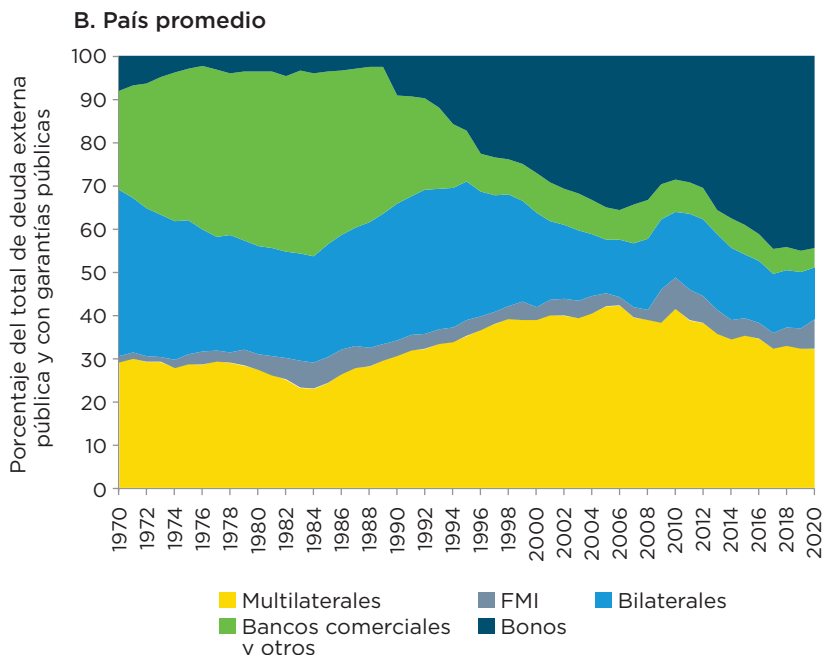
Gráfico 7.1 Composición de la deuda externa pública y con garantía pública en América Latina y el Caribe



(continúa en la página siguiente)

Si un BMD brinda conocimiento, pero ningún préstamo, su papel no puede distinguirse del de una consultora, que ya existe también. Y si los BMD no se beneficiaran de un tratamiento de acreedor preferente, no podrían prestar a tasas competitivas (necesarias para promover la agenda de desarrollo) y financiar el conocimiento. Dichos aspectos se tratan en este capítulo.

Gráfico 7.1 Composición de la deuda externa pública y con garantía pública en América Latina y el Caribe (continuación)



Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de la base de datos del Banco Mundial/Estadísticas de la Deuda Internacional.

Nota: Se excluyen los países de altos ingresos. Los préstamos multilaterales públicos y con garantía pública abarcan los préstamos y créditos del Banco Mundial, los bancos de desarrollo regional y otros organismos multilaterales e intergubernamentales. Quedan excluidos los préstamos de los fondos administrados por una organización internacional en nombre de un solo gobierno donante. La deuda bilateral pública y con garantía pública incluye los préstamos de los gobiernos y sus agencias (incluido el Banco Central), los préstamos de organismos autónomos y los préstamos directos de entidades oficiales de crédito a la exportación. La deuda a largo plazo no garantizada de los bancos comerciales comprende préstamos de bancos privados y otras instituciones financieras privadas. La deuda privada a largo plazo no garantizada y pendiente de pago y desembolsada es una obligación externa de un deudor privado cuyo pago no está garantizado por una entidad pública.

región (32% para el país promedio);³ la deuda bilateral, al 4,1% (12% para el país promedio); y las deudas con el FMI eran del 8% (7% en el país promedio).

³ En América Latina y el Caribe operan muchos BMD. El más grande en términos de sus operaciones es el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), seguido por el Banco Mundial y el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF, antiguamente, Corporación Andina de Fomento). Además de los mencionados, hay otros BMD que llevan a cabo una actividad relevante en la región, entre ellos, el Banco de Desarrollo del Caribe (CARIBANK), el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y el Fondo Financiero para los Países de la Cuenca del Plata (Fonplata). Para un debate sobre todos los BMD de la región y la dinámica de préstamos de los mismos, véase Fleiss (2021).

La dinámica de la deuda externa, incluida la deuda oficial, en los países de América Latina y el Caribe ha variado de manera significativa a lo largo del tiempo. Hasta los años noventa, la deuda bilateral y la multilateral siguieron caminos similares. Ambos tipos de deuda representaban aproximadamente el mismo porcentaje en la región y el país promedio. En la década de 2000, la deuda multilateral aumentó su peso en la deuda oficial y el peso de la deuda bilateral disminuyó considerablemente.

Durante la mayor parte de la primera década del siglo XXI, los gobiernos de América Latina y el Caribe experimentaron una fase de desapalancamiento de su deuda externa pública (véase el gráfico 7.2). Entre 2000 y 2008, el ratio deuda externa/PIB regional disminuyó 15 puntos porcentuales. Se trató de un período de alto crecimiento económico impulsado por condiciones globales favorables. Durante ese período, el país promedio recortó a la mitad su deuda externa soberana. La crisis financiera global interrumpió esta tendencia en 2008-09. Después, todas las fuentes de deuda empezaron a crecer nuevamente, aunque la deuda del sector privado se incrementó con mayor celeridad que la deuda oficial. En 2020, se desató la pandemia de COVID-19 y los países de todo el mundo se enfrentaron a una escasez considerable de fondos para lidiar con sus efectos. Una vez más, la deuda en América Latina y el Caribe creció, y la deuda externa soberana superó el 25% del producto interno bruto (PIB) regional y llegó casi al 40% en el país promedio, con un apoyo importante de los acreedores oficiales. En 2020, muchos de estos acreedores, particularmente los BMD, desembolsaron montos récord para apoyar a los países que se enfrentaban a la pandemia, con lo cual se revirtió la tendencia de una década al declive en lo que se refiere al porcentaje de deuda oficial con respecto a la deuda externa soberana total.

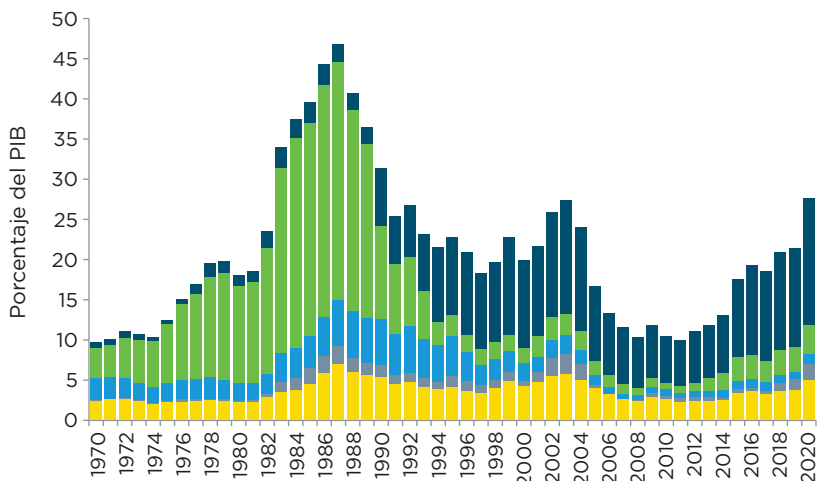
La deuda multilateral: un paquete de servicios

La principal fuente de deuda externa oficial corresponde a los BMD.⁴ Se trata de instituciones financieras autosostenibles que pertenecen a diversos gobiernos y que proporcionan financiamiento para proyectos relacionados con el desarrollo, la mayoría de ellos en países de ingresos bajos y medios. A diferencia de las instituciones financieras privadas, los BMD se inspiran en un mandato de políticas públicas para promover el crecimiento sostenible y equitativo y reducir la pobreza. Estas entidades existen gracias a las

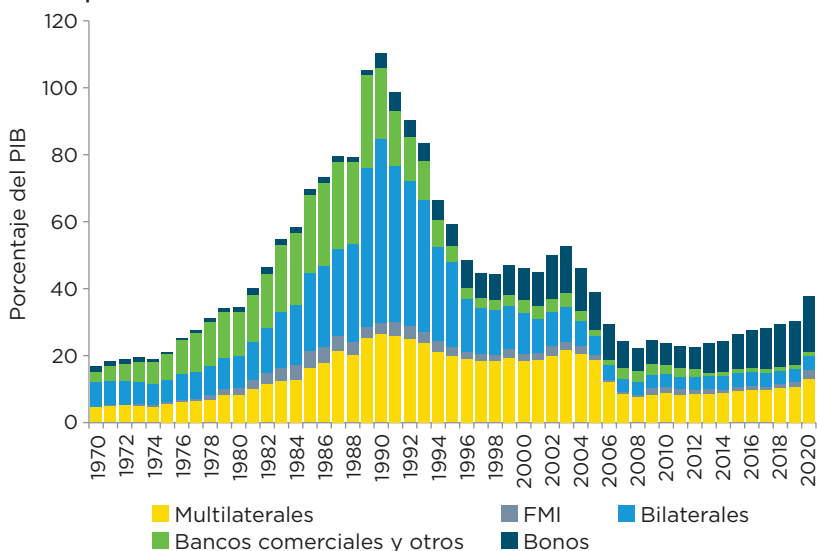
⁴ Esto es así en promedio. En algunos años específicos, sobre todo cuando los países se enfrentan a una crisis de balanza de pagos y buscan apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI), los préstamos de esta entidad se vuelven predominantes.

Gráfico 7.2 Deuda externa pública y con garantía pública en América Latina y el Caribe

A. Agregado regional



B. País promedio



Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de las bases de datos del Banco Mundial/Estadísticas de la Deuda Internacional e Indicadores de Desarrollo Mundial.

Nota: Se excluyen los países de altos ingresos. Los préstamos multilaterales públicos y con garantía pública abarcan los préstamos y créditos del Banco Mundial, los bancos regionales de desarrollo y otros organismos multilaterales e intergubernamentales. Quedan excluidos los préstamos de los fondos administrados por una organización internacional en nombre de un único gobierno donante. La deuda bilateral pública y con garantía pública incluye los préstamos de los gobiernos y sus agencias (incluido el Banco Central), los préstamos de organismos autónomos y los préstamos directos de entidades oficiales de crédito a la exportación. La deuda a largo plazo no garantizada de los bancos comerciales comprende préstamos de bancos privados y otras instituciones financieras privadas. La deuda a largo plazo privada no garantizada y pendiente de pago y desembolsada es una obligación externa de un deudor privado cuyo pago no está garantizado por una entidad pública.

complementariedades entre financiamiento para el desarrollo, provisión de conocimiento y su PCT.⁵ El PCT es crucial en los BMD, e implica que las obligaciones de crédito de estas instituciones tienen prioridad frente a otros compromisos de crédito (véase el recuadro 7.1). Estos elementos aportan múltiples beneficios a los prestatarios, más allá de los recursos financieros a bajo costo, incluidas la creación de conocimiento, la asesoría en políticas, la provisión de bienes públicos/regionales y la capacidad de generar consensos alrededor de asuntos clave de largo plazo.⁶

Qué traen a la mesa los bancos multilaterales de desarrollo

La creación de conocimiento y la asesoría en materia de políticas son elementos esenciales en las proposiciones de valor de los BMD y un servicio clave mediante el cual estas entidades contribuyen al desarrollo.⁷ Además de favorecer el cierre de las brechas de conocimiento en los países donde actúan, los BMD también se han convertido en instituciones depositarias de conocimiento operativo, ya que a lo largo de años de experiencia han acumulado enseñanzas sobre el diseño y la ejecución de proyectos. Si bien puede que no lo sepan todo acerca de todos los temas, los BMD pueden innovar, desarrollar conocimientos y convocar a expertos cuando se requiera a fin de construir los conocimientos que necesiten los países prestatarios para abordar complejos problemas de desarrollo.⁸ Los prestatarios

⁵ Véase Gilbert, Powell y Vines (1999) para un debate más amplio.

⁶ Estas características pueden estar inscritas en los préstamos, pero también pueden ser el resultado de otros productos individuales ofrecidos por los BMD, como la cooperación técnica no reembolsable y los diálogos de políticas de alto nivel destinados a abordar problemas específicos de cada país o de desarrollo regional.

⁷ Conocimiento, diálogo de políticas y poder de convocatoria constituyen uno de los ocho componentes del Marco de Valor Común para el Dinero de la Propuesta de Valor de los BMD, según lo acordado entre los principales BMD (G20, 2019). La creación de conocimiento es un proceso continuo que incluye llevar a cabo investigación de alto nivel en temas clave de desarrollo; apoyar los procesos de investigación y el desenvolvimiento de capacidades analíticas de los países con los que trabajan; organizar conferencias que contribuyan al intercambio de saberes entre los funcionarios públicos de alto nivel y los expertos en ámbitos clave del desarrollo; brindar capacitación para mejorar las habilidades en la región, y promover la publicación de libros, documentos, informes, bases de datos y blogs de consulta libre, así como proporcionar asesoría accesible en materia de políticas.

⁸ La producción de conocimiento de estas instituciones es bien reconocida. En 1996, el Banco Mundial fue rebautizado con el nombre de “Banco del Conocimiento”, para resaltar una característica que más tarde también fue reconocida para los bancos regionales de desarrollo y los BMD. Véanse Ravallion (2016) para un debate del Banco Mundial; Calvo (2004) para un debate sobre los bancos regionales de desarrollo, y Ying (2019) y Avellán et al. (2021) para un panorama general y un debate sobre los BMD.

Recuadro 7.1 El trato de acreedor preferente

Gracias al trato de acreedor preferente (PCT, por sus siglas en inglés), los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) pueden prestar tanto en los buenos tiempos como en tiempos difíciles a gobiernos soberanos miembros, con un riesgo extremadamente bajo de incurrir en pérdidas. Dicho en términos sencillos: los países suelen tratar a estos prestamistas de manera más favorable que a otros, y los eximen de cualquier moratoria de pago generalizada o reestructuración de la deuda soberana. En general, los países no deberían pedir préstamos a otros prestamistas en modalidades que puedan hacer de sus préstamos algo explícita o implícitamente superior en su rango en relación con los de los prestamistas preferentes.^a El Club de París de acreedores bilaterales reconoce el PCT y señala que dichos prestamistas disfrutaban de una excepción a la cláusula que establece que todos los acreedores deben ser tratados de igual forma en una reestructuración.^b El marco de “concesión de préstamos en situación de atraso” del Fondo Monetario Internacional (FMI) también apoya el estatus preferente de los BMD, ya que implica la negación de desembolso para un país que esté atrasado con un pago a un BMD que se considera portador de PCT.^c Sin embargo, el estatus de PCT no suele encontrarse en los contratos legales que utilizan los BMD. Más bien, se conoce como una práctica del mercado.^d

El PCT permite que los BMD como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) alcancen la mayor calificación posible (triple A) con menos capital de lo que de otra manera sería necesario.^e Con esa calificación superior, los BMD pueden pedir prestado en los mercados internacionales a tasas bajas y prestar a países a una tasa que incluye un diferencial para acumular capital y que generalmente es inferior a las tasas del mercado. Normalmente, los BMD no pagan dividendos a sus propietarios soberanos ni incluyen una prima de riesgo en los préstamos. El PCT es un componente crucial del modelo de negocios de los BMD. Les permite ofrecer préstamos a tasas competitivas, lo que influye en las políticas de desarrollo de los países al tiempo que les posibilita financiar la creación de conocimiento para respaldar esa asesoría para el desarrollo. Los préstamos, el conocimiento y el PCT son altamente complementarios; esa complementariedad es verdaderamente la esencia de los BMD.^f

El PCT también es crucial para que los BMD puedan suministrar nuevos recursos a los países que enfrentan condiciones económicas difíciles. En esos momentos, es probable que los países pierdan acceso a los prestamistas comerciales, debido a la percepción de alto riesgo; sin embargo, gracias en gran parte al PCT, los BMD pueden ser contracíclicos, y actuar de hecho en coordinación con el FMI. El principal interés de dichos bancos en esos momentos es mejorar las condiciones económicas del país, a la vez que monitorean cuidadosamente los avances para asegurarse de que sus préstamos sean efectivos en términos de sus objetivos de desarrollo, en lugar de atender otras preocupaciones relacionadas con el riesgo de crédito.^g

(continúa en la página siguiente)

Hay evidencia empírica sólida que apoya el impacto del PCT en los pagos de los préstamos a los BMD. A partir de información sobre pagos atrasados y recortes durante los impagos de la deuda soberana garantizada, Schlegl, Trebesch y Wright (2019) identifican una clara jerarquía entre los tipos de acreedores. El FMI (que también tiene PCT) y los BMD son los créditos de rango superior en los balances soberanos. A ellos les siguen los tenedores de bonos y, por último, un grupo que abarca los préstamos soberanos bilaterales, los préstamos bancarios y los préstamos de los acreedores comerciales. Los pagos atrasados a los BMD son saldados mediante el pago del monto vencido más intereses, lo cual les permite a dichas entidades realizar nuevos desembolsos al país.^h

¿Cómo puede el PCT ser tan persistente si de hecho no se incluye en los contratos? Cordella y Powell (2021) desarrollan un modelo teórico que muestra que los países pueden en efecto tener incentivos para siempre pagar a prestamistas preferentes con el fin de asegurar el acceso a su financiamiento en el caso de una crisis futura, a la vez que caen en impago con los prestamistas comerciales. En este modelo, el prestamista preferente no tiene riesgos y cobra una tasa libre de riesgo, mientras que los prestamistas comerciales cobran una prima de riesgo que refleja el hecho de que en una crisis puede que el país no pague. En general, al país le conviene que existan ambos tipos de prestamistas.ⁱ Sin embargo, el argumento también sugiere límites al PCT, ya que los prestamistas preferentes no pueden prestar cualquier suma: los préstamos en cierto punto están restringidos de tal manera que el país mantiene el incentivo para pagar y se preserva el equilibrio.^j No obstante, si los prestamistas preferentes se atienen a las reglas implícitas del juego, es posible entender por qué el PCT prevalece y en rigor no se requiere su presencia en los contratos.

La crisis de la COVID-19 ha provocado una alta demanda de financiamiento de los BMD para enfrentar la emergencia médica y financiar paquetes de apoyo. Al mismo tiempo, el G20 acordó la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI, por sus siglas en inglés) y un posterior Marco Común para el Tratamiento de la Deuda.^k Estos programas también excluyen explícitamente a los BMD de requerir que los acreedores sean tratados por igual en el caso de reestructuraciones de la deuda, con lo cual se conserva el PCT de dichas entidades. Este enfoque presenta considerables variaciones, desde la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados (PPME) y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (IADM) (cuando los BMD participaban en el alivio de la deuda para los países de bajos ingresos, pero eran compensados por los donantes por las pérdidas),^l y sugiere que esta vez la prioridad es mantener, o incluso fortalecer, el PCT para impulsar el financiamiento de los BMD al máximo posible como parte de la respuesta a la crisis.

^a Esto a veces se denomina “cláusula de compromiso negativo”.

^b Véase G20 y Club de París (2020).

^c Véase, por ejemplo, FMI (2013).

^d Cordella y Powell (2021) proporcionan una breve revisión del fundamento jurídico del estatus de acreedor preferente.

^e Perraudin, Powell y Yang (2016) sostienen que las agencias calificadoras incorporan el PCT de una manera *ad hoc* y en general no otorgan suficiente ponderación al mismo en sus metodologías. A partir de 2019, algunas agencias de calificación han mejorado la ponderación del PCT en la calificación de los BMD.

^f Gilbert, Powell y Vines (1999) subrayan las complementariedades entre préstamos, conocimiento y la llamada condicionalidad como la esencia de los BMD (con foco en el Banco Mundial). La condicionalidad abarca las condiciones de las políticas adscritas a los préstamos y el compromiso de los países de pagar al BMD.

^g El BID ha reconocido explícitamente esta diferencia y mantiene un sistema de salvaguardias macroeconómicas destinadas a asegurar la efectividad en el desarrollo de los préstamos.

^h En el caso del BID, en más de 60 años de préstamos, solo en nueve ocasiones un soberano ha caído en atrasos que se califican como un “evento de impago”, que luego activa disposiciones específicas de pérdidas por préstamos y un conjunto de restricciones sobre el prestatario. A lo largo del mismo período, los países miembros prestatarios del BID cayeron en impago 69 veces con otros prestamistas (véanse Reinhart y Rogoff, 2011; Reinhart, 2010; Gennaioli, Martin y Rossi, 2014).

ⁱ El modelo supone una coordinación entre los prestamistas preferentes; aun así, hay una posibilidad de que la existencia del mercado pudiese minar el préstamo privilegiado. Los préstamos concesionales del FMI y el Banco Mundial a veces vienen con un acuerdo que indica que el país no debería pedir prestado grandes montos a tasas comerciales, de modo que el modelo teórico puede justificar este tipo de límite en algunas circunstancias.

^j De todos modos, esto no significa que haya una relación sencilla entre el PCT y la proporción de la deuda de un país que es preferente. En efecto, los ejercicios empíricos normalmente no encuentran esa relación (véase Standard and Poor's Global Ratings, 2019).

^k Véase Lang, Mihalyi y Presbitero (2021) para un debate sobre la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI, por sus siglas en inglés) y el G20 (2020) en lo que atañe al “Marco común para el tratamiento de la deuda más allá de la DSSI”.

^l En el caso del BID, el alivio de la deuda de los préstamos concesionales proporcionados a los países de bajos ingresos en el momento de estos programas consistió en un balance financiado por donantes (conocido como el Fondo para Operaciones Especiales), separado del balance que intermedia recursos captados mediante la emisión de bonos en los mercados internacionales y los préstamos a otros entes soberanos, y respaldados por lo que se conoce como capital ordinario.

valoran este rol de los BMD. Por ejemplo, a partir de las encuestas que aplicaron a líderes de los sectores público y privado y de la sociedad civil en 141 países de ingresos bajos y medios, con preguntas acerca de la huella, la influencia y la utilidad de los socios para el desarrollo, Custer et al. (2021) encontraron un marcado desempeño de los BMD, un conjunto de los cuales arrojó puntuaciones consistentemente altas en las dimensiones estudiadas. Además, en cada dimensión, la entidad multilateral mediana exhibía un porcentaje más alto de respuestas positivas en cada métrica, en comparación con las instituciones bilaterales medianas u otro socio para el desarrollo.⁹

⁹ En América Latina y el Caribe, el BID es el socio de desarrollo con la huella más importante (porcentaje de encuestados en la región que declararon recibir asesoría o asistencia entre 2016 y 2020) y la institución regional que se percibe como la más influyente y útil.

Prizzon, Josten y Gyuzalyan (2022) también muestran que los gobiernos valoran altamente la cooperación técnica, y la asesoría en materia de políticas y en investigación que brindan los BMD. En varios casos, los gobiernos señalaron que consideraban más pertinentes estas características que la provisión de financiamiento en mejores condiciones que las de mercado.¹⁰

Los BMD también ostentan ventajas comparativas en la provisión de bienes públicos y en la convocatoria de múltiples partes interesadas para construir consenso en torno a temas colectivos o globales que son esenciales para el desarrollo económico.¹¹ No es de extrañar que estas instituciones estén activamente involucradas en ámbitos que requieren acción colectiva y coordinación, como el cambio climático, las cuestiones de género y diversidad, y los temas relacionados con migración, estabilidad financiera e integración comercial, entre otros.

Los bancos multilaterales como proveedores de financiamiento para el desarrollo

Los BMD proporcionan sus servicios financieros y no financieros a diferentes socios en los países receptores. Conceden préstamos a los gobiernos mediante préstamos con garantía soberana. De la misma manera, sus préstamos pueden financiar a los gobiernos locales o entidades afiliadas que no estén cubiertos por una garantía pública, así como a las empresas del sector privado o de propiedad estatal y a las instituciones financieras mediante préstamos sin garantía soberana. Tanto los préstamos con garantía como sin garantía soberana tienen objetivos de desarrollo y están destinados a complementar los mercados privados, en lugar de desplazarlos.¹²

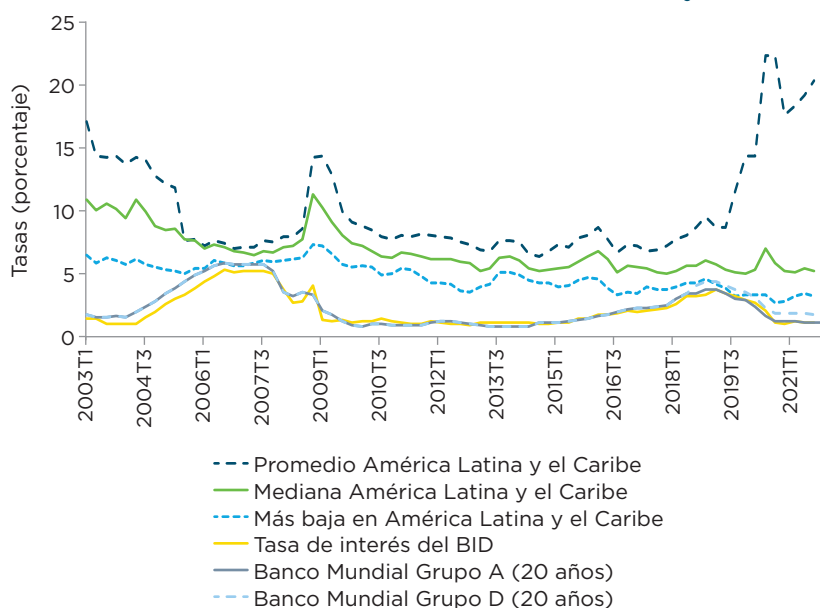
¹⁰ En América Latina y el Caribe, el BID tiene una calificación más alta que las otras instituciones multilaterales estudiadas por Prizzon, Josten y Gyuzalyan (2022) en su efectividad en cuatro ámbitos: proporcionar financiamiento a tasas mejores que las del mercado; ofrecer asesoría en materia de políticas, así como asistencia técnica; generar investigación y análisis, y convocar a las partes interesadas para actuar colectivamente con el fin de abordar los problemas de desarrollo. De estas esferas, el ofrecer asesoría en materia de políticas, así como asistencia técnica, y generar investigación y análisis ocupan los puestos más altos.

¹¹ Véanse Gilbert, Powell y Vines (1999), Prizzon (2017), OCDE (2020) y ODI (2021) para un debate sobre este rol de los BMD. Además, véase MOPAN (2021), donde se aborda cómo los BMD pueden utilizar su poder de convocatoria para escalar inversiones del sector privado en financiamiento para el clima.

¹² Para un debate general sobre los préstamos de los BMD, véase Humphrey y Michaelowa (2013), y para América Latina y el Caribe, Fleiss (2021).

En la mayoría de los países, la deuda de los BMD es menos costosa que la deuda con los acreedores privados.¹³ El gráfico 7.3 muestra algunas estimaciones de las tasas de interés de mercado para la deuda soberana de los países de América Latina y el Caribe, y las compara con las tasas predominantes del BID y del Banco Mundial, que son los BMD más grandes de la región. A lo largo de las dos últimas décadas, las tasas de los BMD han sido significativamente más bajas que las de mercado en la mayoría de los países de la región. Normalmente, los BMD han ofrecido a dichos países

Gráfico 7.3 Tasas de interés de mercado y tasas de los bancos multilaterales de desarrollo en América Latina y el Caribe



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en Bloomberg, y departamentos financieros del BID y el Banco Mundial.

Nota: Las tasas de interés de mercado promedio/medianas/más bajas se construyen utilizando diferenciales EMBI promedio/medianos/más bajos aplicados a las tasas del Tesoro de Estados Unidos a 20 años. Los países incluidos en la muestra son: Argentina, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela. Para fines ilustrativos, se consideran los préstamos de inversión no concesionales con vencimientos a largo plazo. Para construir estimaciones del precio de mercado de la deuda del país, el diferencial EMBI de cada país se suma a una tasa del Tesoro de Estados Unidos a 20 años. Esto se hace para 22 países de América Latina y el Caribe para los cuales estos datos están disponibles; las tasas promedio, medianas y más bajas de la muestra en cada trimestre se calculan y grafican. Las estimaciones de las tasas de interés de la deuda soberana se comparan con tres tasas: la tasa de interés soberano del BID, la tasa del Banco Mundial para países A con vencimiento a 18-20 años y la tasa del Banco Mundial para países D con el mismo vencimiento.

¹³ Una característica financiera adicional y valiosa de la deuda de los BMD es que normalmente tiene vencimientos más largos (20 a 30 años en muchos casos, y hasta 40 años en el caso de los préstamos concesionales) de los que ofrece el mercado de la deuda.

tasas de interés por debajo de la tasa de mercado más baja disponible.¹⁴ Esto sucede porque, a diferencia de los acreedores privados, los BMD no cobran primas de riesgo adicionales a los cargos financieros.¹⁵ Emiten bonos a bajo interés gracias a sus altas calificaciones crediticias¹⁶ para recaudar recursos en los mercados y luego prestarlos a países prestatarios con un margen pequeño por encima de los costos del préstamo, sin cobrar prima de riesgo.¹⁷

La capacidad de prestar a tasas bajas es una manera en la que los BMD apoyan a los países, particularmente en tiempos de dificultades financieras, como ha sido ahora el caso de la pandemia de COVID-19. Si bien durante 2020 las tasas de interés medianas y promedio aumentaron debido a la presión fiscal impuesta por los gastos en ayudas para la COVID en la mayoría de los países de la región, las condiciones globales y los bajos diferenciales cobrados por los BMD posibilitaron el acceso a financiamiento a tasas bajas, lo cual contribuyó a mitigar la presión fiscal imperante. De la misma manera, durante la crisis financiera mundial de 2008-09, debido a las condiciones de riesgo de los mercados, las tasas de interés se dispararon, mientras que las de los BMD se mantuvieron considerablemente más bajas. En tiempos de dificultades financieras globales, el acceso a fondos relativamente más baratos con pagos de intereses moderados permite que los países asignen más recursos al desarrollo y a la mitigación de las crisis. También puede contribuir a la sostenibilidad fiscal, mediante préstamos a tasas bajas, a menudo inferiores a las tasas de crecimiento del PIB.

¹⁴ El ofrecer tasas más altas que las de mercado tiene pros y contras. Entre los aspectos a favor, los países con tasas más bajas suelen disfrutar de un mayor acceso a los mercados privados y, por lo tanto, dependen menos de financiamiento oficial. Esto, a su vez, permite que otros países menos capaces de utilizar el crédito privado consigan más financiamiento oficial. Por otro lado, si bien esto puede ser inequívocamente positivo para las instituciones de préstamo grandes y diversificadas, no necesariamente lo es para las entidades regionales más pequeñas, con menos oportunidades de diversificación. En efecto, estas se arriesgan a perder a sus clientes mejor calificados (aquellos con las tasas más bajas) que contribuyen a apoyar la calificación crediticia de alto grado de las instituciones y, por lo tanto, su capacidad para prestar a tasas bajas a todos sus miembros. Encontrar un equilibrio es crucial para todos los BMD, especialmente para los menos diversificados.

¹⁵ Véanse Cordella y Powell (2021) y el recuadro 7.1.

¹⁶ Las altas calificaciones de los BMD, AAA en el caso del Banco Mundial, y de los bancos regionales de desarrollo más grandes, entre ellos el BID, están respaldadas por las calificaciones de crédito de sus países socios, muchos de los cuales son economías avanzadas con altas calificaciones.

¹⁷ El diferencial por encima de la tasa sin riesgo cubre los costos operativos y financia conocimiento y otros bienes públicos complementarios a los préstamos.

Los préstamos de los BMD tienen también otras dos características fundamentales, a saber: i) son contracíclicos, lo que significa que el financiamiento aumenta cuando otras fuentes de financiamiento son más limitadas debido a la escasez de liquidez internacional u otro tipo de dificultades financieras y ii) ayudan a movilizar recursos de terceros, ya sea de fuentes oficiales o privadas, hacia los proyectos o sectores en que participan los BMD. Esta característica es particularmente importante cuando los países se enfrentan a grandes necesidades de inversión, pero los presupuestos ajustados limitan el tamaño de sus inversiones. En el contexto de las grandes brechas de inversión estimadas para lograr los objetivos de desarrollo sostenible (ODS), los mecanismos para atraer financiamiento son sumamente valorados por las economías emergentes.¹⁸

La contraciclicidad: la clave está en cuándo prestar

Una característica esencial de la deuda multilateral es su capacidad para actuar de manera contracíclica. A lo largo del ciclo de negocios, los gobiernos usan diferentes fuentes de fondos para financiar una amplia variedad de instrumentos y políticas relacionadas con el desarrollo. En un mundo ideal, los países serían capaces de moderar el gasto entre los períodos de auge y las crisis, ahorrando durante los primeros y gastando durante las segundas. Sin embargo, debido a las imperfecciones del mercado de capitales, el acceso al financiamiento durante las recesiones es relativamente restringido para muchos países en desarrollo. En teoría, los préstamos del gobierno deberían ser contracíclicos, pero en la práctica son pocas las fuentes de préstamos de estas características que están abiertas a estos países. De hecho, los flujos de capital privado que representan la mayor parte de los préstamos para los países en desarrollo son altamente procíclicos. Aumentan en los buenos tiempos y se contraen en tiempos difíciles. En muchas partes del mundo, los BMD desempeñan un rol de seguro y pueden, al menos parcialmente, compensar las contracciones de los flujos privados durante los malos tiempos.

Los distintos prestamistas se comportan de manera diferente a lo largo del ciclo económico; los préstamos del sector privado son altamente procíclicos, mientras que los multilaterales son, en su mayoría, contracíclicos (véanse Galindo y Panizza, 2018; Avellán, Galindo y Lotti, 2021, 2022). Sin embargo, hay una heterogeneidad considerable en las diversas regiones y entre diferentes tipos de BMD. Los préstamos de estas últimas

¹⁸ UNCTAD (2020) estima que estas brechas representan US\$2,5 billones, casi el 4% del PIB mundial, excluidos los países de ingresos altos.

entidades son altamente contracíclicas en América Latina y el Caribe y en Asia Oriental. En el resto del mundo, son acíclicas, y no muestran un patrón definido de expansión o contracción del financiamiento asociado con la posición de los países en sus ciclos económicos. Los préstamos contracíclicos de los BMD también son más pronunciados en las economías de ingresos más bajos que dependen más de los préstamos oficiales y tienen menos acceso a los mercados privados.¹⁹ Los bancos regionales de desarrollo también son menos contracíclicos que el Banco Mundial.

Un desafío clave para la contraciclicidad de los BMD es la prociclicidad de la política fiscal. Avellán, Galindo y Lotti (2022) muestran que los préstamos soberanos multilaterales realizan un seguimiento del gasto público. Si los gobiernos aumentan el gasto en los buenos tiempos, los préstamos de los BMD siguen el gasto y se podrían volver procíclicos. Sin embargo, en los momentos de crisis, los BMD suelen apoyar a los países prestatarios con un incremento de sus préstamos, particularmente cuando el FMI está implicado en la resolución de la crisis (Avellán, Galindo y Lotti, 2021). Por lo tanto, los BMD desempeñan el rol de “aseguradores” durante los tiempos difíciles (es decir, cuando los acreedores privados se repliegan), completando los mercados, con lo cual alivian el impacto de los shocks negativos y contribuyen a acelerar la recuperación.

El gráfico 7.4 pone de relieve la contraciclicidad de los préstamos de los BMD; de este modo, presenta una medida del ciclo económico promedio en los países de América Latina y el Caribe, así como el ratio de los flujos netos de los multilaterales al PIB de la región.²⁰ Cuando la línea rotulada ciclo PIB es negativa, la economía crece por debajo de su tendencia o su potencial y, en algunos casos, se encuentra en recesión. En cambio, cuando es positiva, la economía crece por encima de la tendencia o experimenta un auge. El hecho de que las líneas del gráfico sigan patrones opuestos ilustra el comportamiento contracíclico de los BMD.

Una conclusión preocupante es que, a lo largo del tiempo, la contraciclicidad de los BMD está disminuyendo.²¹ Esto es particularmente notable en los bancos regionales de desarrollo, que pasaron de ser contracíclicos en los años noventa y a lo largo de la crisis financiera global, a ser acíclicos posteriormente, excepto durante la crisis de la COVID.

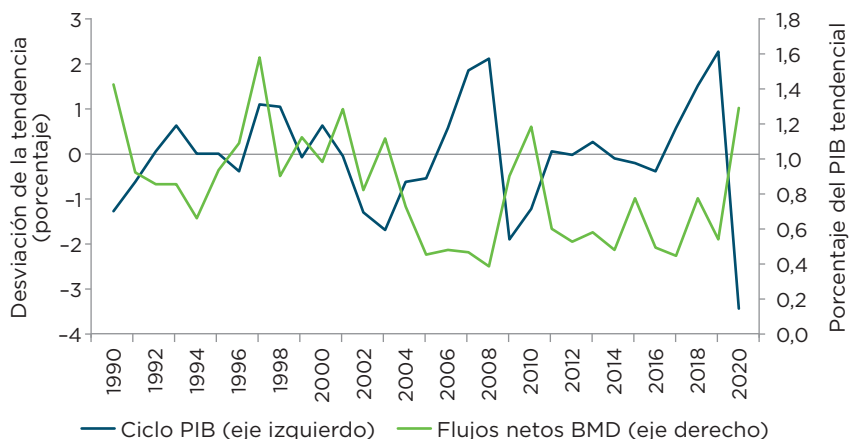
Una posible explicación de este fenómeno reside en los cambios adoptados por las agencias calificadoras de riesgo crediticio al evaluar los

¹⁹ Ver Galindo y Panizza (2018) para un debate.

²⁰ Los flujos netos se definen como la diferencia entre los desembolsos de los multilaterales y las amortizaciones de la deuda.

²¹ Véase Galindo y Panizza (2018).

Gráfico 7.4 Préstamos multilaterales y brechas del producto en América Latina y el Caribe



Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de las bases de datos del Banco Mundial/Estadísticas de la Deuda Internacional e Indicadores del Desarrollo Mundial.

Nota: El componente cíclico del PIB es el promedio de los componentes cíclicos para todos los países en América Latina y el Caribe computados utilizando un filtro Hodrick-Prescott con $\lambda = 6,25$. Los flujos netos de los BMD son normalizados por el PIB tendencial con el mismo filtro Hodrick-Prescott.

riesgos de crédito a los que se enfrentan los BMD. Recientemente, las calificadoras de riesgo han aumentado la ponderación de las calificaciones de los países prestatarios en la evaluación del riesgo de los BMD que les prestan.²² Si los BMD no tienen amortiguadores fuertes para acomodar riesgos más altos cuando los países ostentan malas calificaciones, sus préstamos pueden pasar de ser contracíclicos a convertirse en procíclicos, ya que las malas calificaciones pueden requerir un aumento del capital, que en los BMD es un proceso a largo plazo, o una reducción de los préstamos generales para contrarrestar el impacto de la disminución de la calificación en su ratio capital/activos.

Movilización de recursos: los bancos multilaterales de desarrollo marcan el camino

Un papel esencial que cumple el financiamiento de los BMD es que no solo sirve para proporcionar recursos financieros en los países con bajas tasas de ahorro: también contribuye a multiplicar los recursos mediante la movilización de fuentes adicionales para el financiamiento de proyectos que

²² Para un debate sobre el tema, véase Humphrey (2015, 2017).

impulsan el desarrollo. Esto resulta particularmente útil en los países en desarrollo que tienen grandes necesidades de inversión. Se estima que, incluso antes de la pandemia de COVID-19, las brechas financieras de los países en desarrollo para lograr los ODS se aproximaban a US\$2,5 billones al año hasta 2030. Más de la mitad corresponde a brechas en necesidades de infraestructura.²³ Debido a cambios en la asignación de los fondos públicos para abordar la crisis sanitaria de la COVID-19 y el impacto negativo de la crisis en varias dimensiones del desarrollo humano, es probable que estas brechas ahora sean aún mayores.²⁴

Los BMD pueden contribuir a cerrar las brechas, pero sus préstamos directos son insuficientes. En 2020, un año de altas aprobaciones en razón de la crisis sanitaria, los cuatro BMD más grandes que sirven América Latina y el Caribe aprobaron US\$35.000 millones en préstamos con garantía soberana.²⁵ Aunque dichas cifras parezcan enormes, estos recursos son relativamente pequeños cuando se comparan con las brechas de financiamiento para lograr los ODS. Sin embargo, la gran ventaja que ostentan es que tienen la capacidad para multiplicarse movilizando otros recursos.²⁶ Esto es particularmente significativo, ya que hay importantes fuentes de capital privado no explotado en todo el mundo que podrían mobilizarse para necesidades de desarrollo.²⁷

En general, la movilización se produce porque su participación en proyectos relaja las asimetrías de información y reduce los riesgos operativos y políticos que pueden limitar la participación de otros financistas privados. Los BMD siguen procedimientos para seleccionar, diseñar, aprobar y ejecutar proyectos, llevar a cabo estudios sociales y ambientales *ex ante*, aplicar estrictas salvaguardias y cumplir con las normas de adquisiciones y contratación, todas las cuales proporcionan una garantía a otros financistas de que los proyectos en cuestión pueden tener un riesgo más bajo

²³ Véanse UNCTAD (2014, 2020) y Castellani et al. (2019).

²⁴ Véase Sachs et al. (2021).

²⁵ Véase Fleiss (2021).

²⁶ Gracias a la declaración conjunta de los BMD y la adopción de la agenda “De miles de millones a billones” en 2016, esto ha formado parte del foco de los BMD (Banco Mundial y Comité de Desarrollo, 2015).

²⁷ Un ejemplo claro lo constituyen los activos gestionados por los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, las empresas de seguros y los fondos de inversión. Los 300 fondos de pensiones más grandes del mundo vieron como sus activos gestionados aumentaban en un 11,5%, hasta un total de US\$21,7 billones en 2020 (Thinking Ahead Institute, 2021). En general, los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos de inversión tienen activos estimados en US\$100 billones (Grupo de Trabajo de los BMD sobre Movilización, 2021; Banco Mundial, FMI y OCDE, 2015).

de ser problemáticos.²⁸ En relación con los riesgos políticos, como la participación de los BMD en los países es de larga data, su intervención en proyectos mitiga el riesgo de que los ciclos políticos alteren la ejecución. Esta longevidad puede ser particularmente relevante en los proyectos de largo plazo que requieren inversiones a lo largo de múltiples ciclos políticos en un país, como los de infraestructura.²⁹

Al medir la movilización privada de los BMD,³⁰ Broccolini et al. (2021) observan que los préstamos multilaterales, a través de sus ventanillas de garantía soberana, están positiva y significativamente asociados con un aumento tanto del número de transacciones como del tamaño total de los préstamos que un país recibe. Broccolini et al. (2021) muestran que los BMD pueden movilizar indirectamente cerca de siete veces el valor de sus préstamos en un plazo breve.³¹

Por su parte, Avellán et al. (2022b) se enfocan en cómo los BMD pueden movilizar recursos en el sector de infraestructura y encuentran que cada dólar que un BMD presta a un país en infraestructura está asociado con más de US\$4 invertidos por terceros a lo largo de un período de tres años. Los recursos se movilizan del sector privado y el sector público (generalmente del primero) y son principalmente recursos transfronterizos. Además, la movilización es mayor cuando el préstamo proviene del lado no soberano del BMD (véase el gráfico 7.5).

El estudio de Avellán et al. (2022b) también muestra que en la movilización influyen muchas características específicas del país. El potencial de movilización es más alto en los países con niveles más bajos de desarrollo financiero; también lo es en los países de ingresos medios bajos e ingresos bajos. Normalmente, en estos contextos las asimetrías de información son más grandes y, por lo tanto, el valor proporcionado por la señal de los BMD es mayor. Además, la movilización de recursos oficiales es mayor en los países donde la efectividad del gobierno se percibe como más baja. Sin embargo, niveles más altos de inestabilidad política, violencia y terrorismo dificultan la movilización de los BMD.

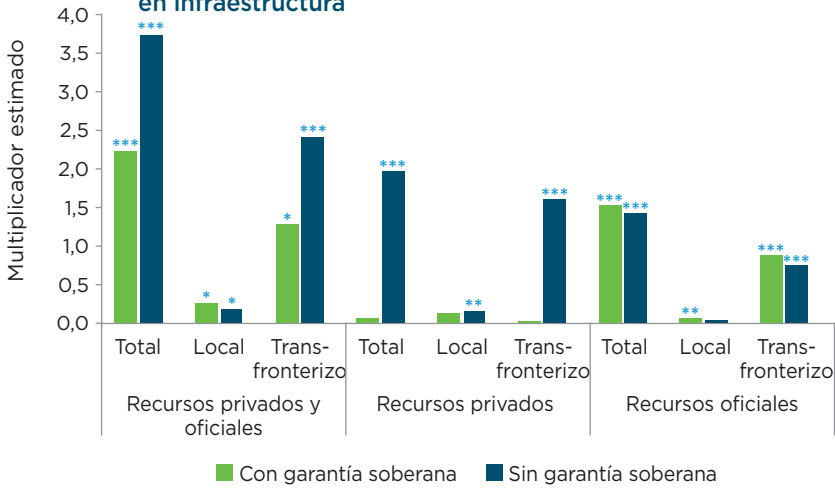
²⁸ Véanse Jandhyala (2016), Ika (2015), Denizer, Kaufmann y Kraay (2013), y Kilby (2000) para debates y evidencia sobre cómo la participación de los BMD influye en el desempeño del proyecto.

²⁹ Para complementar, véase un debate en Jandhyala (2016), y Buitier y Fries (2002).

³⁰ Véase Carter, Van de Sijpe y Calel (2021) para un tratamiento del tema.

³¹ La movilización puede ser directa o indirecta. En este contexto, la movilización directa es el financiamiento de terceros que participan directamente en un préstamo con un BMD, mientras que la indirecta es el financiamiento de un tercero movilizado en conexión con una actividad específica del BMD, pero no directamente conectada.

Gráfico 7.5 Multiplicadores de la movilización indirecta en infraestructura



Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de la base de datos de IJGlobal database.

Nota: Cada barra representa las estimaciones del multiplicador de movilización indirecta estimado para cada tipo de préstamo (con o sin garantía soberana) y desagrega entre los recursos privados y oficiales, y por su origen geográfico. Cada barra debería leerse como un multiplicador, lo que significa que representa cuántos dólares de terceros se atraen a un subsector de infraestructura cuando el BMD presta un dólar en ello. Por ejemplo, el primer conjunto de columnas sugiere que por cada dólar invertido a través de las modalidades de garantía soberana y sin garantía soberana, se movilizan respectivamente US\$2,2 y US\$3,7, de manera indirecta, en una ventana de tres años. *** indica significancia al 1%, ** al 5% y * al 10%.

Préstamos bilaterales: en caída, pero aún relevantes

Los préstamos bilaterales —definidos como aquellos proporcionados por gobiernos o instituciones públicas a sus pares de otros países— son la otra fuente importante de deuda oficial.³² Los préstamos bilaterales oficiales eran básicamente la única alternativa existente después de las guerras napoleónicas y las guerras mundiales del siglo XX, y fueron clave para la recuperación de los países que más sufrieron durante esos conflictos. Durante los tiempos de paz que siguieron, dichos préstamos ganaron envergadura, particularmente durante las crisis económicas y financieras, y antes de la creación del FMI y el Banco Mundial. Desde entonces, los prestamistas bilaterales pueden escoger canalizar recursos a través de los BMD o hacerlo directamente. La primera opción puede aliviar los costos, aumentar la eficiencia tanto para la parte prestataria como la prestamista y —al aprovechar la capacidad de apalancamiento y movilización de los BMD— sacar el mayor provecho de cada dólar.

³² Un ejemplo típico es una institución financiera de desarrollo (IFD) en una economía avanzada que presta recursos al gobierno de una economía en desarrollo para llevar a cabo un proyecto específico.

Para los países prestatarios, tener acceso a recursos de los BMD puede generar costos financieros más bajos que en el caso de los préstamos bilaterales. De hecho, este puede ser el principal motor detrás de la brusca disminución de los préstamos bilaterales, que han perdido ascendencia en la arquitectura financiera internacional (véase el recuadro 7.1). Además de este punto crítico, los préstamos de los BMD también implican costos no financieros más bajos y, por lo tanto, una mayor eficiencia que obtener préstamos de varios socios bilaterales. También los costos de transacción y coordinación por seguir las reglas de un solo prestamista (el BMD) pueden ser significativamente más reducidos que en el caso de ajustarse a objetivos, demandas y procedimientos específicos de cada contraparte potencial de los préstamos bilaterales.

No obstante, pese a los aumentos de eficiencia, la decisión implica *trade-offs*, especialmente para los prestamistas.³³ Estos últimos pueden elegir los préstamos bilaterales para retener el pleno control de sus resultados deseados en lugar de entregar el diseño de las operaciones al BMD.³⁴ Además, cuando actúan a través de un BMD, puede que los países prestatarios deban diluir sus preferencias u objetivos específicos, particularmente los de carácter político.³⁵

En la práctica, la disyuntiva control versus eficiencia no genera soluciones de esquina. Ambos tipos de vehículos de préstamos oficiales coexisten, aunque la opción de los BMD parece prevalecer, particularmente desde finales del siglo XX, cuando la participación de los préstamos bilaterales en la deuda oficial total disminuyó (véase el gráfico 7.1).³⁶ Probablemente, parte de esta reducción se puede explicar por la opción de las economías avanzadas, los principales proveedores de deuda bilateral, de reducir su exposición en la región y canalizar sus recursos para el desarrollo a través de organizaciones multilaterales, las cuales en ese momento estaban creciendo y desplazando a la deuda bilateral.³⁷

³³ Para un debate sobre el tema, véase Bobba y Powell (2006).

³⁴ Aunque esto puede disminuirse mediante la creación de fondos fiduciarios en los multilaterales y la definición de reglas para sus operaciones, el criterio de los BMD seguiría pesando con fuerza en las decisiones de préstamos.

³⁵ Bobba y Powell (2006) muestran que la ayuda de los donantes a países que votan en el mismo sentido en el Consejo General de Naciones Unidas es normalmente menos efectiva en términos de desarrollo.

³⁶ Una historia detallada de la deuda bilateral de los últimos dos siglos se puede encontrar en Horn, Reinhart y Trebesch (2020). Sobre la dinámica de la antigüedad de diferentes tipos de deuda soberana, véase Schlegl, Trebesch y Wright (2019).

³⁷ De hecho, el aumento del porcentaje de préstamos de los BMD en el total de los préstamos oficiales sigue los incrementos del capital en el Banco Mundial en 1988 y en el BID en 1990 y 1995.

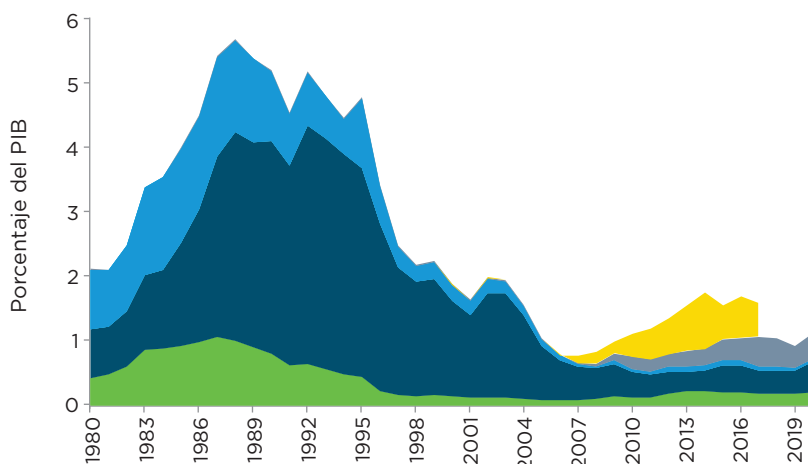
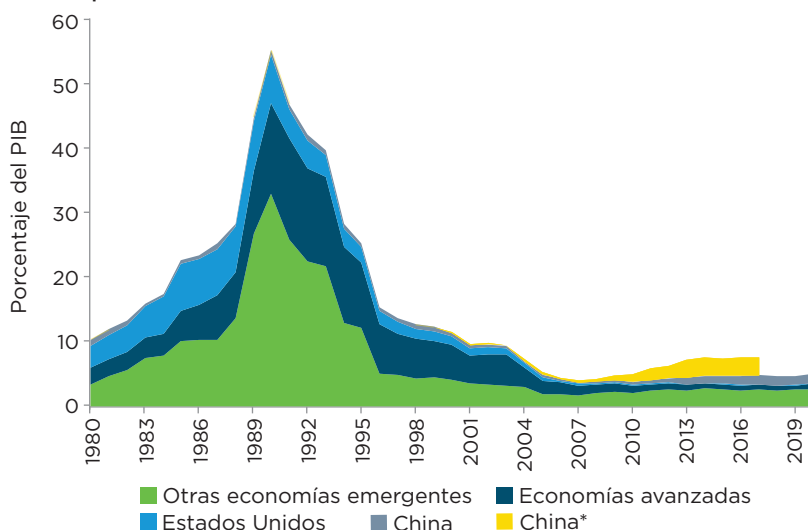
Vale señalar que las cifras recogidas sobre los préstamos bilaterales pueden haber sido subestimadas en varios países, particularmente en los últimos 20 años. La principal fuente de datos utilizada en este capítulo, las Estadísticas de la Deuda Internacional (IDS, por sus siglas en inglés) del Banco Mundial, es una referencia habitual para quienes estudian la deuda externa. De acuerdo con dichas estadísticas, los préstamos bilaterales oficiales se definen como “préstamos de los gobiernos y sus organismos (incluidos los bancos centrales), préstamos de organismos autónomos y préstamos directos de agencias oficiales de crédito a las exportaciones”. En la práctica, varios instrumentos de préstamo no se ajustan a esta clasificación, lo que puede generar una subestimación de los préstamos bilaterales. Un ejemplo destacable son los préstamos de China al mundo en desarrollo; los datos recogidos incluyen únicamente un subconjunto de préstamos de algunas instituciones.³⁸ A pesar de las diferencias en los números, la investigación reciente sugiere que las discrepancias materiales solo importan en países que tienen una alta deuda con China y no en el país mediano o promedio del mundo en desarrollo.³⁹

El gráfico 7.6 expone la evolución de la deuda soberana bilateral oficial en América Latina y el Caribe por contraparte. Se clasifica según cuatro orígenes: Estados Unidos, otras economías avanzadas, China y otras economías emergentes. Tanto Estados Unidos como China se destacan en virtud de la importancia histórica del primero en la región y la relevancia de China como fuente de financiamiento para el desarrollo a lo largo de las últimas dos décadas. El panel A presenta las cifras para el conjunto de la región y el panel B, para el país promedio. Cada panel incluye dos informes de los préstamos bilaterales con China: la muestra IDS, que proporciona un cuadro histórico más amplio de los flujos bilaterales a la región, y los datos de Horn, Reinhart y Trebesch (2021), que cubren una muestra más pequeña (2000–17), aunque incluyen una gama más amplia de fuentes para los préstamos oficiales chinos.

Cuando se analiza el gráfico 7.6 sobresalen varias características. La más notable es la gran diferencia que existe entre las cifras agregadas y los promedios de países, que revela que los préstamos bilaterales son marcadamente

³⁸ Véase Horn, Reinhart y Trebesch (2021) para un debate detallado sobre los préstamos soberanos chinos y la manera en que se contabilizan. Según los autores, la mayoría de las bases de datos suele incluir préstamos proporcionados por bancos de desarrollo de propiedad estatal, como el Banco Chino de Desarrollo (CDB, por sus siglas en inglés) o el Banco Export Import de China (China Ex-Im Bank), pero excluye préstamos de bancos comerciales de propiedad estatal y crédito comercial de empresas de propiedad estatal, que también se podrían clasificar como préstamos concedidos por los gobiernos y empresas de propiedad estatal.

³⁹ Véase Horn, Reinhart y Trebesch (2021).

Gráfico 7.6 Deuda bilateral oficial como porcentaje del PIB**A. Agregado regional****B. País promedio**

Fuente: Cálculos del equipo del BID efectuados a partir de las bases de datos de Estadísticas de la Deuda Internacional y los Indicadores de Desarrollo Mundial del Banco Mundial, excepto China*, que se basa en Horn, Reinhart y Trebesch (2021).

Nota: Se excluyen los países de altos ingresos.

altos en unos pocos países de la muestra.⁴⁰ Además, el gráfico ilustra la pronunciada caída de la deuda bilateral desde los años noventa. También

⁴⁰ Para ilustrar la amplia variedad, considérese la diferencia entre usuarios con deuda bilateral alta y baja. Entre 2000 y 2020, Ecuador, Guyana, Haití y Jamaica tenían en promedio balances de deuda bilateral de más del 5% del PIB. En cambio, otros países, como Brasil, Colombia, México y Panamá, tenían un balance de deuda bilateral promedio por debajo del 0,5% del PIB.

cabe destacar el aumento de los préstamos de otros socios no tradicionales, como China. Independientemente de cómo se contabilicen, dichos préstamos actualmente representan al menos la mitad de la deuda bilateral de los países de América Latina y el Caribe. Si bien la deuda bilateral de origen chino es sumamente relevante, otras fuentes no tradicionales de deuda bilateral, como Brasil, Rusia y Venezuela también son importantes en la región.

Más allá del altruismo: determinantes de los préstamos bilaterales

La literatura económica ha explorado con cierta profundidad los determinantes de los préstamos bilaterales a las economías en desarrollo. La mayoría de las explicaciones de por qué un país —que suele ser una economía avanzada— presta directamente a otro se basa en la idea de que la economía desarrollada puede querer apoyar algo que es valioso para su propia estabilidad económica y/o política. Este es el caso de los préstamos bilaterales después de las guerras mundiales o, más recientemente, en la lucha contra las drogas y el cambio climático, entre otros objetivos. El consenso entre los investigadores económicos es que los lazos económicos, políticos, culturales y geográficos han moldeado los préstamos soberanos bilaterales. Los préstamos bilaterales no son necesariamente altruistas, sino que intentan evitar los efectos colaterales de una crisis política o económica en un país donde el prestamista se encuentra económicamente expuesto.⁴¹ De cierta manera, estos préstamos apuntan a evitar los daños que, en el caso extremo de una crisis, la inestabilidad económica y política puede producir en las empresas o los hogares económicamente expuestos al país en riesgo. Para cuantificar esto, algunos estudios aproximan los vínculos económicos con medidas de comercio bilateral o la exposición del sistema bancario del país prestamista en el país prestatario; los lazos políticos se miden según la cercanía de las votaciones en Naciones Unidas;⁴² y los vínculos geográficos y culturales se determinan mediante la presencia de una lengua común, la existencia de lazos coloniales o el hecho de compartir una frontera.⁴³ Allí donde estos vínculos son más fuertes, hay más préstamos oficiales bilaterales.⁴⁴

⁴¹ Los debates que motivan este razonamiento se pueden encontrar en Gourinchas, Martin y Messer (2020), Farhi y Tirole (2018) y Tirole (2015).

⁴² Véanse, por ejemplo, Avellán et al. (2022a), Horn, Reinhart y Trebesch (2020), y Bobba y Powell (2007) para evidencia sobre este vínculo.

⁴³ Este razonamiento es frecuente en los modelos comerciales, de inversiones extranjeras y la banca transfronteriza, entre otros. Horn, Reinhart y Trebesch (2020) proporcionan evidencia empírica de este vínculo.

⁴⁴ Los ejemplos empíricos de esta literatura se pueden encontrar en Avellán et al. (2022a) para una muestra de las economías de mercados emergentes desde los años ochenta

Préstamos bilaterales versus bancos multilaterales de desarrollo

Los BMD ostentan dos características clave: la capacidad de actuar de forma contracíclica para ayudar a los países a moderar los shocks económicos, y la capacidad de movilizar recursos de terceros para ayudar a los países en desarrollo a cerrar grandes brechas de financiamiento, que a su vez impiden la posibilidad de cerrar brechas de desarrollo. ¿Proporcionan también estos beneficios los préstamos bilaterales?

Tradicionalmente, los préstamos bilaterales se materializan durante tiempos de crisis.⁴⁵ En este sentido, dichos préstamos, al igual que los de los BMD, también han sido contracíclicos. Sin embargo, la contraciclicidad de los flujos oficiales bilaterales a los fondos soberanos tiene diversos matices. Avellán et al. (2022a), observan que la posición del país de origen en el ciclo económico importa; de hecho, puede que sea más relevante que el lugar del país receptor en el ciclo. Los flujos bilaterales son fuertemente procíclicos con respecto al ciclo económico del país de origen, independientemente del desarrollo del país prestamista. Tanto en las economías avanzadas como emergentes, cuando la economía de origen está creciendo, los flujos bilaterales aumentan, y cuando se está contrayendo, los flujos se frenan.

A pesar de ser procíclicos con respecto a su propio ciclo, los flujos que se originan en las economías avanzadas pueden ser contracíclicos con respecto al ciclo del país receptor. Sin embargo, el ciclo de origen domina al ciclo receptor. Por lo tanto, si ambos países se enfrentan a un escenario difícil, los flujos indudablemente se contraerán, pero si la economía avanzada no se encuentra en recesión, la deuda bilateral puede funcionar como un alivio contracíclico. En cambio, los flujos que se originan en otras economías no avanzadas, como China, parecen acíclicos con respecto al ciclo económico del país receptor. En este sentido, el hecho de depender en gran medida de este tipo de deuda aumenta el riesgo de amplificar los efectos de los ciclos externos en las economías receptoras.

Al igual que los BMD, las instituciones bilaterales pueden desempeñar un rol en la movilización de otros recursos de otros acreedores e

ta, y en Horn, Reinhart y Trebesch (2020) para una muestra más grande, a lo largo de los últimos dos siglos, que se centra exclusivamente en los préstamos durante las crisis. Horn, Reinhart y Trebesch (2020) observan que, durante los períodos de crisis económicas o desastres naturales, los prestamistas oficiales bilaterales siempre han contribuido a resolver estos eventos mediante préstamos de rescate de emergencia.

⁴⁵ En su exploración de dos siglos de datos de préstamos bilaterales, Horn, Reinhart y Trebesch (2020) observan que este tipo de préstamos ha sido particularmente importante cuando los países en el extremo receptor se enfrentaban a una crisis económica o a un desastre natural.

inversionistas. Pueden favorecer el financiamiento de terceros respaldando un contexto más propicio, eliminando los cuellos de botella de las inversiones mediante servicios de asesoría y cofinanciamiento, y mitigando los riesgos del proyecto, por ejemplo, a través de garantías.⁴⁶ Además, si la movilización es coordinada, los beneficios pueden ser mayores.⁴⁷

Al analizar el papel de los prestamistas oficiales en la movilización de financiamiento de terceros en infraestructura, Avellán et al. (2022b) encuentran complementariedades entre los BMD y los prestamistas bilaterales. Una vez que se produce un préstamo bilateral y/o multilateral, los flujos de otras fuentes aumentan significativamente para los mismos sectores de infraestructura en las economías en desarrollo y emergentes. Cuando las instituciones bilaterales y multilaterales prestan simultáneamente, su impacto de movilización es mayor.

La investigación reciente se ha centrado principalmente en la movilización indirecta, es decir, los recursos atraídos a proyectos que difieren de los que los BMD y las instituciones bilaterales financian directamente. Sin embargo, la movilización también puede ocurrir de manera directa, cuando entre una institución de préstamo bilateral o multilateral y un cliente o inversionista se establece una relación transaccional ligada al financiamiento de un proyecto o una actividad respaldados por una institución bilateral o multilateral.⁴⁸ De acuerdo con datos de los montos movilizados del sector privado provenientes de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), en 2018–19 se movilizaron cerca de US\$50.000 millones para el desarrollo, gracias a intervenciones oficiales de financiamiento para el desarrollo de miembros del Comité de Ayuda al Desarrollo (CAD) de la OCDE. Más de una tercera parte se movilizó a través de inversiones directas en empresas o vehículos de propósito especial (35%), seguidas de garantías (29%), préstamos sindicados (13%), líneas de crédito (10%), participaciones en vehículos de inversión colectiva (8%) y cofinanciamiento simple (4%). La mayor parte de la movilización se centró en los sectores financiero y de la energía (58%), y los BMD ejercieron un rol de liderazgo, si bien los proveedores bilaterales también desempeñaron un papel clave.

Una parte valiosa de la combinación de préstamos

Los acreedores oficiales conforman una fuente esencial de financiamiento para muchos países de América Latina y el Caribe. Además de proporcionar

⁴⁶ Véase, por ejemplo, Miyamoto y Chiofalo (2015).

⁴⁷ Véanse Shetty (2020) y BAsD (2020).

⁴⁸ Para distinguir entre la movilización directa e indirecta de los BMD, véase Banco Mundial (2018) y Grupo de Trabajo de los BMD sobre Movilización (2021).

préstamos a tasas más bajas y vencimientos más largos que los mercados privados, los préstamos oficiales, sobre todo cuando los ofrecen BMD, aportan otras ventajas no financieras y financieras que se complementan estrechamente unas con otras y mejoran su impacto en el desarrollo. Por el lado financiero, su rol para proporcionar apoyo contracíclico a países que lo necesitan es crucial. Si bien el FMI cumple con una función específica, la cual se ve complementada por los BMD cuando los países se enfrentan a crisis, estas últimas entidades también están presentes a lo largo del ciclo económico, una situación que puede impedir que una desaceleración se convierta en crisis.

Asimismo, los BMD despliegan acciones —en muchos casos complementadas por los prestamistas bilaterales— relacionadas con la movilización de recursos del sector privado en ámbitos fundamentales del desarrollo. Cuando prestan a sectores específicos, los BMD emiten una valiosa señal acerca de la rentabilidad y calidad de las instituciones en un sector particular de un país que alienta a otros inversionistas a imitarlos. Los BMD cuentan con los conocimientos y la experiencia para operar en proyectos de sectores que adolecen de información limitada, instituciones débiles u otras fallas de mercado, y crean las condiciones para la participación de inversionistas privados. La capacidad de movilizar recursos de terceros es crucial para ayudar a los países en desarrollo a cerrar sus brechas de desarrollo.

Además de brindar financiamiento a lo largo del ciclo económico —una característica crucial que asegura inversiones menos volátiles en ámbitos clave—, los BMD tienen la ventaja comparativa de sustentar soluciones para desafíos mundiales y regionales como el cambio climático, la digitalización y la adopción de nuevas tecnologías, así como la necesidad de reducir brechas de género y diversidad, entre otras. La articulación de estas características, más su mayor eficiencia y el menor costo en comparación con los préstamos bilaterales, sugiere que se precisan más préstamos de los BMD, sobre todo en regiones como América Latina y el Caribe, para asegurar el regreso a un alto nivel de crecimiento, sostenible y equitativo, después de la recuperación de la reciente pandemia.

Sin embargo, como los BMD son intermediarios financieros, la oferta de sus préstamos queda determinada por el tamaño de su capital. Estas entidades se han esforzado en optimizar el uso de capital. El desarrollo de mecanismos de riesgo compartido y de transferencia del riesgo (véase Galizia et al., 2021) sin duda ha permitido a los BMD desplegar una capacidad de préstamo adicional. Sin embargo, para escalar de manera significativa los préstamos de los BMD, se requiere más capital. Proteger el PCT para maximizar cada dólar en los balances de estos bancos es ahora más indispensable que nunca.

Los préstamos bilaterales también pueden ser útiles para economías en desarrollo y emergentes, gracias a sus propiedades contracíclica y catalítica, sobre todo cuando se mezclan con los préstamos de los sectores privado y multilateral. Los acreedores bilaterales deben trabajar estrechamente con los BMD de manera coordinada para que los países receptores puedan aprovechar plenamente sus beneficios.

¿Más allá del punto de inflexión? Evaluación del sobreendeudamiento en América Latina y el Caribe

Cuando se desató la pandemia, en América Latina y el Caribe había una deuda soberana en alza y el crecimiento económico era bajo. Entre 2014 y 2019, la deuda pública aumentó un 19% del producto interno bruto (PIB), mientras que el crecimiento fue inferior al 1%.¹ Durante 2020, la deuda creció otro 13% más del PIB. Después de una brusca recuperación en 2021, se preveía que las tasas de crecimiento de la región caerían de manera progresiva hasta llegar a un rango de crecimiento a mediano plazo de aproximadamente el 2% al 2,5%. Sin embargo, la invasión rusa a Ucrania, los persistentes problemas en las cadenas de suministro mundiales y la alta inflación, junto con la política monetaria más restrictiva asociada a esta última, son factores que complican las perspectivas. El pago de la deuda (pago de intereses y amortizaciones) en América Latina y el Caribe representa cerca del 5% del PIB, una cifra comparable a la inversión promedio en salud y educación.

Una deuda pública más alta puede mejorar el crecimiento económico, ya que pone a disposición más fondos para financiar la inversión, lo cual es crucial en países con bajos *stocks* de capital. Puede complementar la deuda privada, al aumentar la inversión total y asignar recursos a infraestructura y servicios públicos, con un impacto positivo en el sector privado. Además, si la demanda se deprime, la deuda pública puede incrementar la demanda agregada.²

¹ La deuda creció a un ritmo similar en Oriente Medio, Asia y África Subsahariana, pero América Latina y el Caribe fue la región del mundo de más lento crecimiento según el Fondo Monetario Internacional (FMI) (FMI, 2022).

² Véanse, por ejemplo, Butkus et al. (2021); Elmendorf y Mankiw (1999); DeLong et al. (2012); Fazzari, Ferri y Variato (2020).

Sin embargo, la deuda pública excesiva puede llevar a un bajo crecimiento económico, lo cual trae como resultado lo que se denomina sobreendeudamiento. Como punto de inflexión, se han propuesto diversos mecanismos posibles.³ Si bien una deuda más elevada puede financiar la inversión y aumentar el crecimiento, niveles más altos pueden conducir a la percepción de un mayor riesgo de impago, menor acceso a los mercados financieros, limitaciones para la política fiscal contracíclica e incrementos del gasto corriente (con un efecto multiplicador del crecimiento más bajo en relación con la inversión). La famosa descripción del sobreendeudamiento público de Krugman (1988) lo presenta como una situación en la cual los niveles de deuda son tan altos que los acreedores no esperan que se les pague en su totalidad. La exclusión puede comenzar mucho antes de que los niveles de deuda se vuelvan claramente insostenibles, más bien cuando el alza es persistente, cuanto tiene cambio de tendencia. Las tasas de interés tienden a aumentar, el sector privado invierte menos y, llevado al límite, se pierde el acceso al crédito.⁴ Otros efectos adversos pueden ser una mayor inflación y la incertidumbre.⁵ La evidencia empírica sugiere que los niveles de deuda elevados están asociados con un menor crecimiento.⁶

Este capítulo analiza la relación entre deuda y crecimiento en diferentes países. Los países con altos niveles de deuda han tenido en promedio un crecimiento más bajo en las últimas dos décadas. Se pueden observar patrones similares en la relación entre inversión privada y el costo de financiar la deuda soberana. Si bien la evidencia sugiere la presencia de un vínculo en la relación entre deuda y crecimiento, es difícil establecer los umbrales en los cuales una deuda más alta se asocia con un menor crecimiento, y considerando, además, que estos umbrales pueden variar entre países. Los países con indicadores de mayor calidad institucional tienden a soportar niveles más elevados de deuda sin sufrir un impacto negativo en el crecimiento.

Las aceleraciones de la deuda también pueden tener un fuerte impacto en el crecimiento. Según las conclusiones del capítulo 4, los picos de la

³ Varios mecanismos potenciales han sido propuestos para el punto de inflexión. Por el lado positivo, una deuda más alta puede financiar la inversión y aumentar el crecimiento, pero niveles más altos de deuda pueden tener como resultado una exclusión general, percepción de mayor riesgo de impago, menos acceso a los mercados, límites a la política contracíclica o mayores gastos corrientes en relación con la inversión.

⁴ Véanse Diamond (1965); Friedman (1978); Gale y Orszag (2003); Kumar y Baldacci (2010).

⁵ Véanse Sargent y Wallace (1984); Cohen (1993); Cochrane (2011); Presbitero (2012); Ash, Basu y Dube (2017).

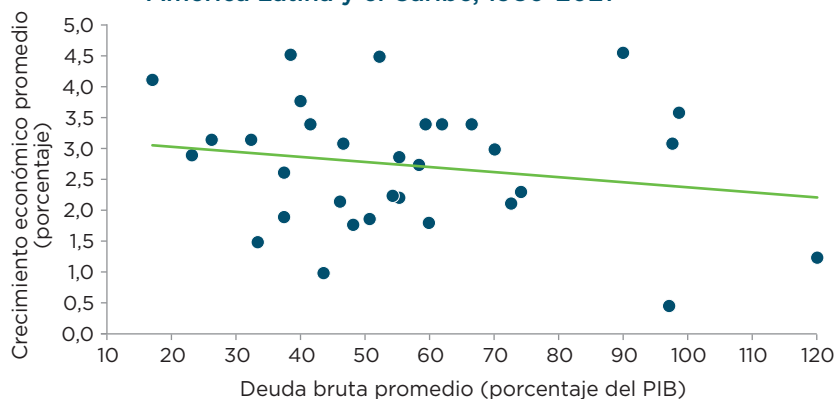
⁶ Véanse Reinhart y Rogoff (2010); Kumar y Woo (2010); Cecchetti, Mohanty y Zampolli (2011); Afonso y Tovar Jalles (2013); Afonso y Alves (2014); Woo y Kumar (2015); Chudik et al. (2017); Topuz y Sekmen (2019).

deuda están ligados a grandes reducciones del crecimiento y el impacto es más pronunciado en picos más persistentes. Los canales de transmisión son similares en el sentido de que los picos de la deuda pueden aumentar el costo del financiamiento y disminuir la inversión pública y privada.

Deuda y crecimiento: una relación complicada

Los datos de los últimos 40 años muestran que, en general, cuanto más alta es la deuda, menor es el crecimiento (gráfico 8.1). Sin embargo, varias diferencias entre los países sugieren que explicar la relación entre deuda y crecimiento no es sencillo. Por debajo de un ratio de deuda/PIB del 62% (el percentil 75), se observó que el crecimiento económico era similar en distintos países con diferentes niveles de deuda, donde el crecimiento promedio oscilaba entre el 3,3% y el 3,7%. Sin embargo, en los países cuya deuda se hallaba por encima de ese ratio, el crecimiento promedio ascendía tan solo a 1,2% (panel A del gráfico 8.2). La inversión privada es un candidato de primera línea para entender este patrón; por encima del percentil 25 de los niveles de deuda/PIB, la inversión cae a medida que la deuda aumenta (panel B del gráfico 8.2), y el gasto de capital no sube (panel C del gráfico 8.2). Sin embargo, este patrón es menos claro en la inversión pública.⁷ A medida que los niveles de deuda se elevan, también

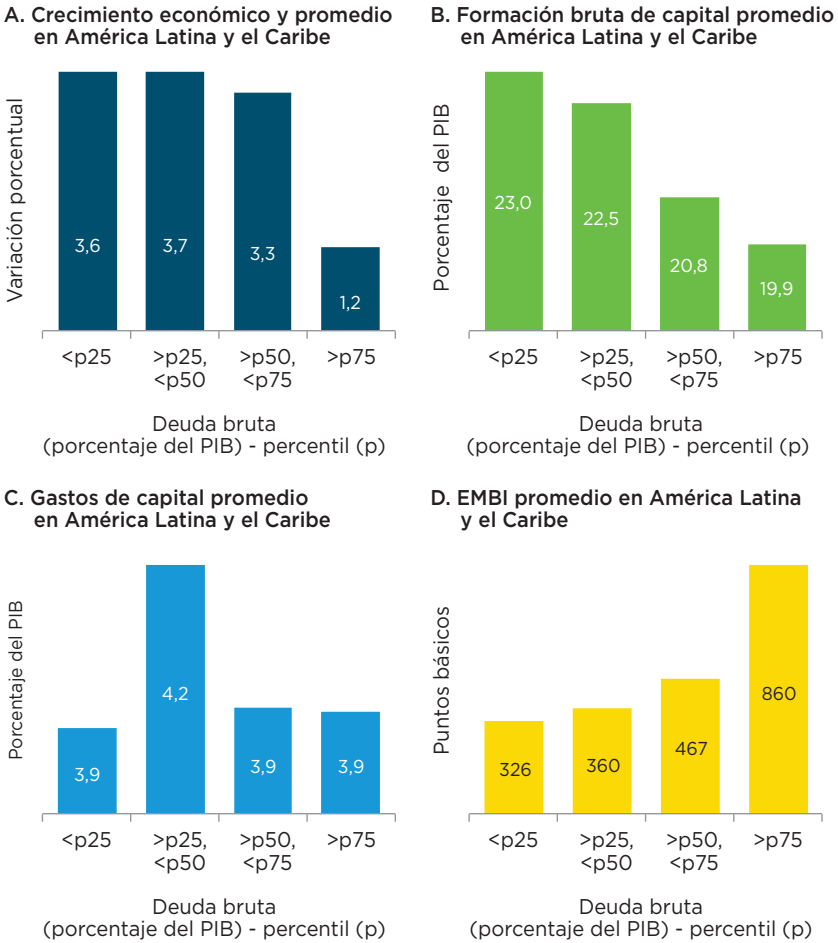
Gráfico 8.1 Crecimiento económico y deuda pública en países de América Latina y el Caribe, 1980-2021



Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en WEO (FMI).

⁷ Sobre la importancia de la calidad de la inversión en infraestructura, véase Cavallo, Powell y Serebrisky (2020).

Gráfico 8.2 El efecto del alto endeudamiento en el crecimiento y la formación de capital

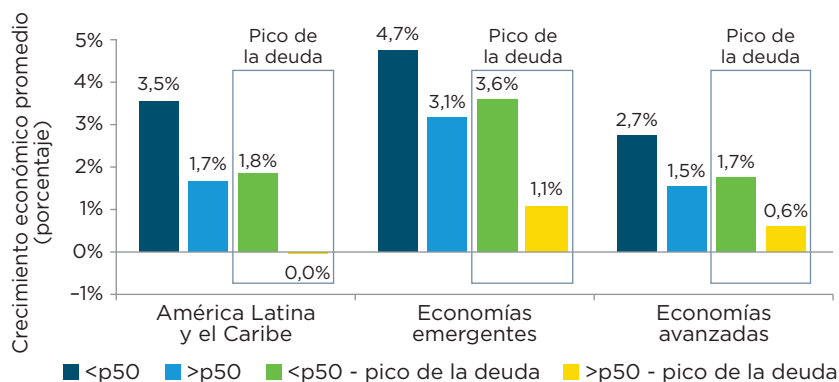


Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en WEO (FMI).

Nota: Los percentiles corresponden a los siguientes niveles de deuda bruta/PIB: p25 = 25,5% del PIB; p50 = 43,5% del PIB, y p75 = 62,1% del PIB.

asciende el costo del financiamiento. Por encima de niveles de deuda del 44% del PIB, el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI), un indicador aproximado del costo del financiamiento, comienza a incrementarse a medida que la deuda asciende, y aumenta más rápidamente cuando la deuda supera el 62% del PIB (el percentil 75; véase el panel D del gráfico 8.2). Una alta carga de la deuda lleva a que las economías emergentes encuentren mayores dificultades en el acceso al financiamiento, lo cual reduce el crecimiento.

Gráfico 8.3 Crecimiento económico versus deuda bruta (porcentaje del PIB), 1980-2021



Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en el WEO (FMI).

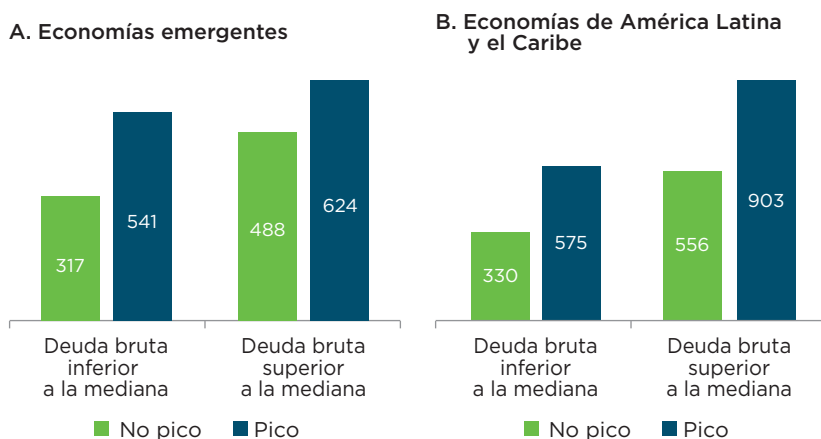
Nota: Deuda bruta mediana = 43,5% del PIB.

Picos de la deuda y menor crecimiento

No solo el nivel de deuda es crucial para el crecimiento: también lo son las variaciones de la deuda. En los episodios de picos de la deuda (definidos en el capítulo 4), muchos efectos perjudiciales de la deuda pública en el crecimiento pueden volverse explosivos (por ejemplo, exclusión, retornos negativos del capital, inflación más alta, incertidumbre y pérdida de solvencia). Independientemente del nivel de deuda, los aumentos importantes de la deuda pública en los diferentes grupos de países se asocian con un menor crecimiento (gráfico 8.3). Aun así, los niveles de deuda y los picos interactúan. Por ejemplo, en ausencia de un pico, si el ratio de la deuda es inferior al nivel mediano, la tasa de crecimiento promedio de los países de la región asciende al 3,5%, mientras que si la deuda es superior a la mediana, el crecimiento es del 1,7%. En cambio, durante los episodios de picos de la deuda, el crecimiento se ubica en el 1,8% cuando la deuda es inferior a la mediana (percentil 50) y disminuye hasta el 0% cuando es superior. Vale la pena señalar que la mayoría de los picos se produce en niveles de deuda más altos, y las recesiones son más comunes en estos casos (para más detalles, véase Valencia et al. [de próxima publicación b]).

Por otro lado, durante los episodios de picos de la deuda, el riesgo soberano aumenta. El EMBI es considerablemente más alto durante estos episodios en las economías emergentes y en los países de la región. Sin embargo, en América Latina y el Caribe los picos desempeñan un papel

Gráfico 8.4 EMBI promedio, por deuda bruta y episodios de picos de la deuda, 1980-2021



Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en WEO (FMI).

Nota: Deuda bruta mediana = 43,5% del PIB.

más preponderante. Si la deuda se mantiene por debajo de la mediana, durante los episodios de picos de la deuda el diferencial EMBI promedio sube hasta 214 puntos básicos en las economías emergentes y 245 puntos básicos en América Latina y el Caribe. Cuando la deuda es superior a la mediana, el incremento es de 136 puntos básicos en las economías emergentes y de 347 puntos básicos en los países de la región (gráfico 8.4).

El sobreendeudamiento: un asunto de picos y umbrales

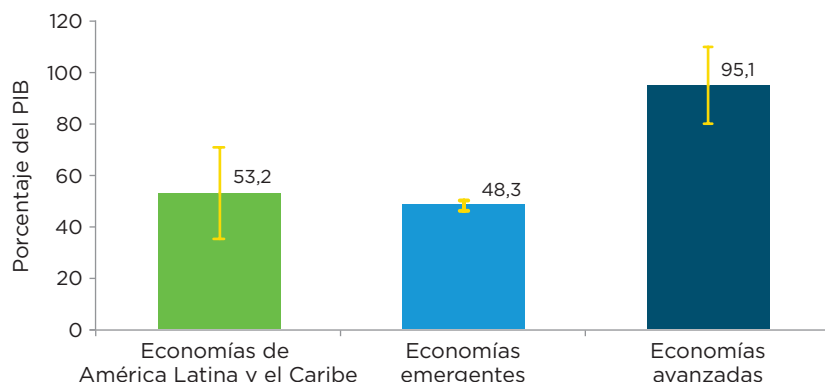
Esta sección avanza más allá del análisis descriptivo para explorar las correlaciones entre niveles de deuda y crecimiento, a fin de estimar cuáles son los umbrales de deuda en los que el crecimiento se resiente.⁸ Un análisis posterior identifica los posibles mecanismos que contribuyen a explicar por qué la deuda puede reducir el crecimiento y cómo los picos pueden tener fuertes impactos.

Estimación de un umbral en diferentes países

Las estimaciones señalan que si en América Latina y el Caribe la deuda se sitúa por encima del 53%, el crecimiento comienza a verse afectado,

⁸ Se pueden encontrar más detalles de la regresión utilizada en Valencia et al. (de próxima publicación b).

Gráfico 8.5 Umbral estimado de la deuda por grupos de países



Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en WEO (FMI), Banco Mundial y Penn World Tables.

mientras que el umbral en las economías emergentes es del 48%, y en las avanzadas llega al 95% (gráfico 8.5).⁹ Al parecer, las economías avanzadas pueden manejar niveles más altos de deuda, ya que las tasas de interés suelen ser menos sensibles a la deuda, los mercados de capital internos son más profundos y los multiplicadores fiscales más altos.¹⁰

Las instituciones: una señal que marca diferencias

La calidad institucional puede ser otro motivo claro de diferencias.¹¹ Gómez-Puig, Sosvilla-Rivero y Martínez-Zarzoso (2022) observan que mejorar las instituciones modera el impacto negativo de la deuda pública en el crecimiento.¹² Para explorar el rol de las instituciones, otros análisis utilizan la calidad institucional como un determinante crucial del efecto de la deuda en el crecimiento.

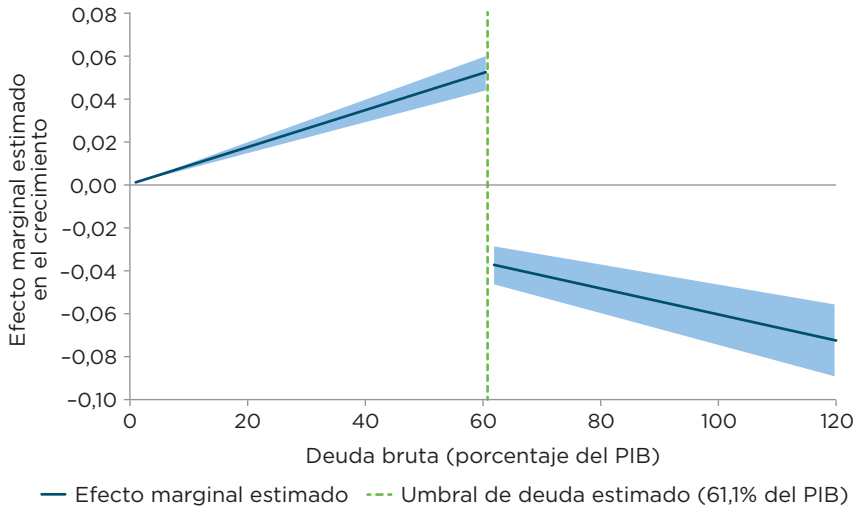
⁹ Es difícil diferenciar entre umbrales en los países de América Latina y el Caribe y las economías emergentes. La composición de las economías emergentes es diversa, y abarca muchos países africanos, que en su mayor parte tienen deuda concesionaria, junto con los países de Oriente Medio y Europa del Este, que tienen perfiles de deuda más habituales. Por lo tanto, la capacidad de deuda de este grupo de países es mucho más heterogénea que la de grupos más homogéneos, como los de América Latina y el Caribe, y de las economías avanzadas.

¹⁰ Véanse Frankel y Romer (1999); Levine y Renelt (1992); Ilzetzki, Mendoza y Végh (2013); Butkus et al. (2021).

¹¹ Véanse Law et al. (2021); Calderón y Fuentes (2013); Alfaro, Charlton y Kanczuk (2008).

¹² Véanse De Pascale y Scrocco (2022); Croi y Diaw (2020); Eberhardt y Presbitero (2015); Kourtellos, Stengos y Tan (2013).

Gráfico 8.6 Umbral estimado de la deuda para todos los países



Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en WEO (FMI), Banco Mundial y Penn World Tables.

Nota: Estimaciones obtenidas con la utilización de un modelo de panel con efectos de umbral (Hansen, 1999; Seo y Shin, 2016). El efecto marginal se calcula a partir de los coeficientes estimados de la deuda y su interacción con la calidad institucional. Se consideró una calidad institucional promedio de $-0,07$ por debajo del umbral de la deuda y de $-0,02$ por encima. El instrumento de la deuda pública se construye en dos etapas: i) se efectúa una regresión de frontera estocástica sobre la inflación, los efectos de valoración, el incumplimiento de la deuda y la condonación de la deuda, y ii) se emplean los valores predichos para instrumentar la deuda pública en la ecuación (1).

A partir de datos para todos los países y mediante la incorporación de la calidad institucional en el análisis, se revela la presencia de un umbral promedio de deuda para todos los países.¹³ Los resultados sugieren un umbral de deuda/PIB cercano al 61,1%. Por debajo de ese umbral, un aumento adicional en el ratio deuda/PIB tiene una relación positiva con el crecimiento; a medida que la deuda se incrementa por encima del umbral, la correlación entre deuda y crecimiento se vuelve negativa (gráfico 8.6). Por ejemplo, las estimaciones indican que con un ratio deuda/PIB del 40%, si se produce un aumento al 41%, el crecimiento se elevaría en 0,035 puntos porcentuales. Sin embargo, con un nivel de deuda del 80%, el mismo aumento del porcentaje de la deuda disminuiría el crecimiento en 0,048 puntos porcentuales. Estos resultados coinciden con Swamy (2020) y Woo y Kumar (2015). En cambio,

¹³ La estimación para cada grupo de países con la incorporación de la calidad institucional es estadísticamente complicada, ya que la varianza de esta variable es mucho menor dentro de cada grupo.

Eberhardt y Presbitero (2015) no encuentran un umbral de deuda común para todos los países.

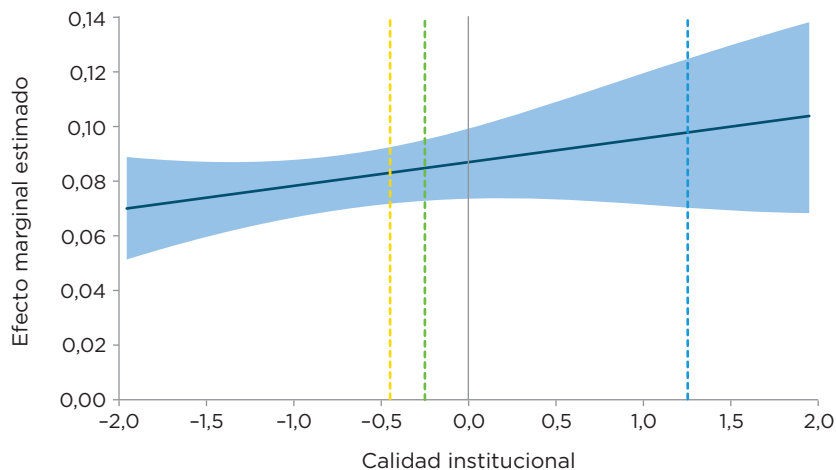
La calidad institucional de los países puede ser fundamental para determinar los impactos de la deuda en el crecimiento. Las regresiones muestran que si la deuda se sitúa por debajo del umbral estimado, la relación positiva entre deuda y crecimiento se vuelve cada vez mayor a medida que mejora la calidad institucional. Además, cuando la deuda se ubica por encima del umbral, una mayor calidad institucional modera el impacto negativo de una deuda más alta. Por consiguiente, como la calidad institucional es superior en las economías avanzadas, se estima que el efecto de niveles de deuda elevados en el crecimiento es menor. Además, las economías emergentes tienden a tener umbrales de deuda más bajos que las economías avanzadas. Una manera de pensar en esto es que, gracias a una mayor calidad institucional, una deuda más alta se traduce en más inversiones productivas en las economías avanzadas, con lo cual su capacidad de pago de la deuda aumenta (gráfico 8.7).

Picos de la deuda y crecimiento

El nivel de deuda puede tener un impacto en el crecimiento, pero también es esencial considerar la variación de la deuda. El crecimiento per

Gráfico 8.7 Efecto marginal de la deuda pública en el crecimiento, por debajo y por encima del umbral de deuda

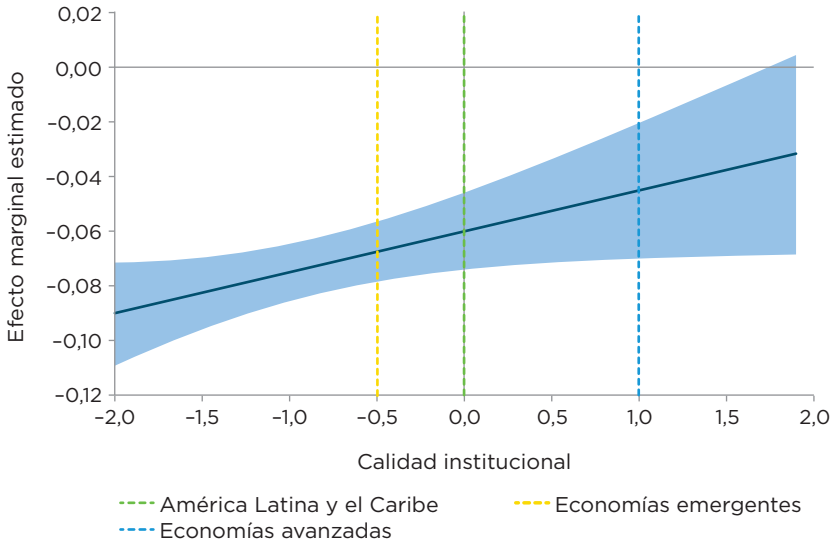
A. Por debajo del umbral de deuda



(continúa en la página siguiente)

Gráfico 8.7 Efecto marginal de la deuda pública en el crecimiento, por debajo y por encima del umbral de deuda (continuación)

B. Por encima del umbral de deuda



Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en el WEO (FMI), Banco Mundial y Penn World Tables. *Nota:* Estimaciones obtenidas a partir de un modelo de panel con efectos de umbral (Hansen, 1999; Seo y Shin, 2016). El instrumento de la deuda pública se construye en dos etapas: i) se efectúa una regresión de frontera estocástica sobre la inflación, los efectos de valoración, el incumplimiento de la deuda y la condonación de la deuda, y ii) se emplean los valores predichos para instrumentar la deuda pública en la ecuación (1).

cápita de la región es de unos tres puntos porcentuales durante los picos de la deuda, en comparación con los períodos en que no se producen esas alzas (véase el gráfico 8.8).¹⁴ El impacto de los picos de la deuda en el crecimiento parece ser insignificante en las economías avanzadas. Si un pico es más persistente, el crecimiento sigue disminuyendo. En la región, si el episodio dura un año más, se asocia con un 1,6% menos de crecimiento.¹⁵

Los picos de deuda pueden reducir la inversión pública, aumentar el riesgo soberano y provocar caídas de la inversión privada (véase el gráfico 8.9).¹⁶ Durante un pico en un país de la región, la inversión pública

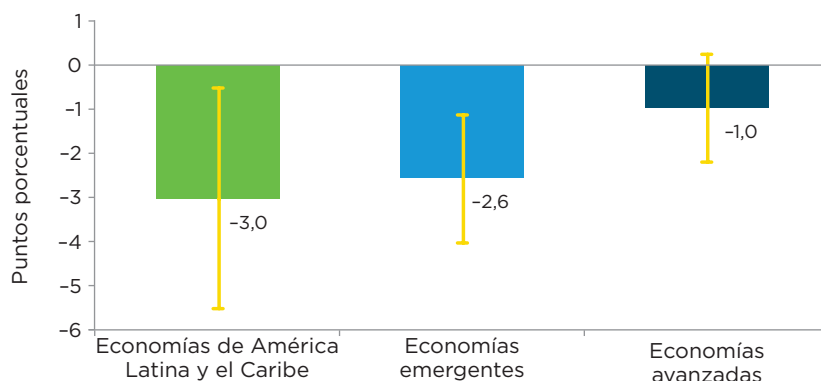
¹⁴ En Valencia et al. (de próxima publicación b) se encuentran más detalles del análisis. En las economías emergentes, el crecimiento durante los episodios de picos de la deuda es 2,6 puntos porcentuales más bajo.

¹⁵ El impacto es del 1% en las economías emergentes y no es significativo en las economías avanzadas.

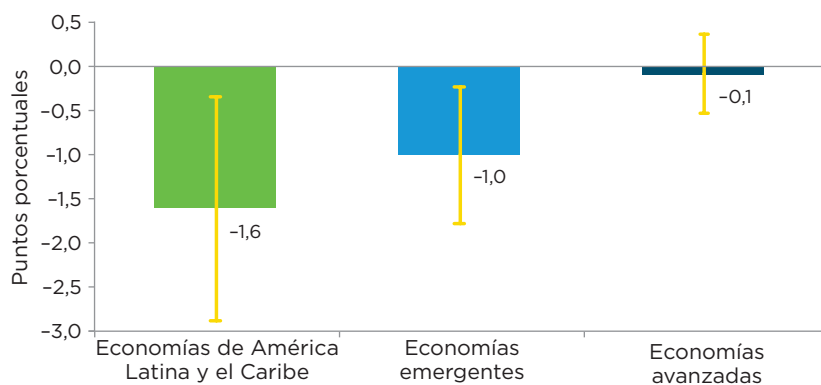
¹⁶ Véanse Qureshi y Liaqat (2020); Picarelli, Vanlaer y Marneffe (2019); Checherita-Westphal, Hallett y Rother (2012).

Gráfico 8.8 El efecto de los picos de la deuda en el crecimiento del PIB per cápita

A. Evento de pico de la deuda



B. Año adicional de pico de la deuda



Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en WEO (FMI), Banco Mundial y Penn World Tables.

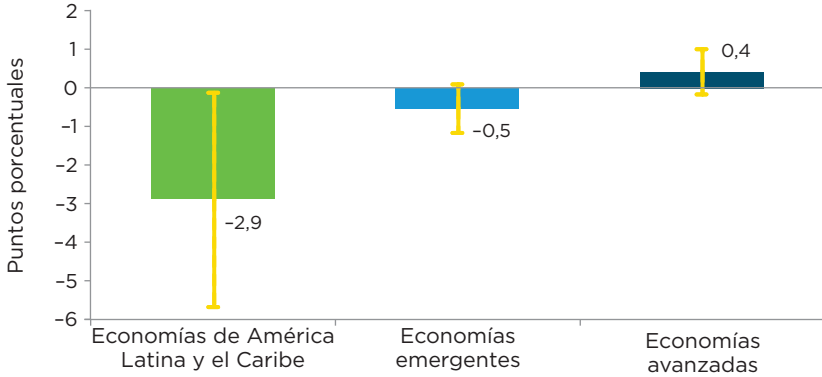
Nota: Las estimaciones se han obtenido a partir de regresiones Arellano-Bond. Las estimaciones puntuales mostradas corresponden al efecto promedio estimado.

tiende a ser 2,9 puntos porcentuales del PIB más baja que en ausencia de un alza de la deuda, en comparación con la disminución en inversión en infraestructura, que es de tan solo un 1,7% del PIB. Además, durante un pico de la deuda, la inversión privada es cerca de un 4,4% del PIB más baja. En cambio, en otras economías emergentes, la inversión privada solo parece disminuir cerca del 1,4% del PIB, y en las economías avanzadas no se observa ningún impacto discernible durante un pico de la deuda.

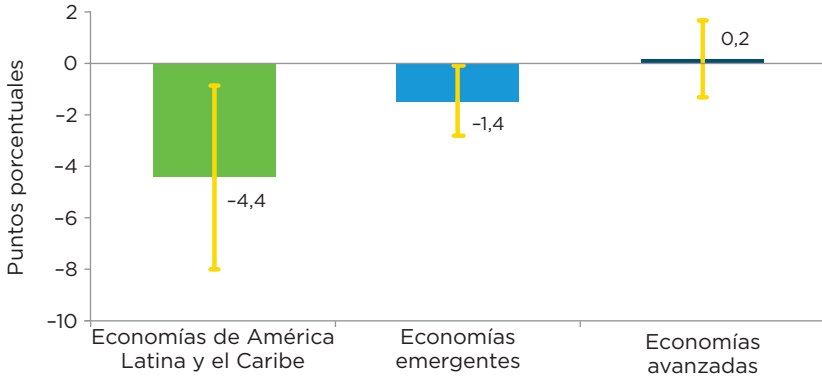
El riesgo soberano también se eleva durante los picos de deuda. El panel A del gráfico 8.10 muestra que el diferencial del EMBI aumenta

Gráfico 8.9 Picos de la deuda e inversión

A. Inversión pública (porcentaje del PIB)



B. Inversión privada (porcentaje del PIB)



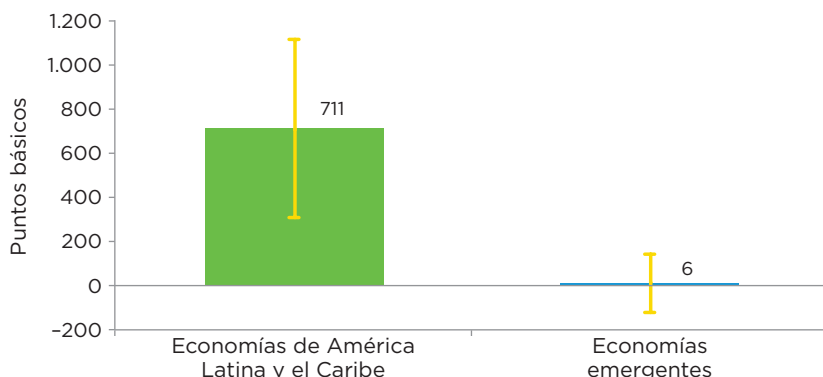
Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en WEO (FMI), Banco Mundial y Penn World Tables.
Nota: Las estimaciones se han obtenido a partir de regresiones Arellano-Bond. América Latina y el Caribe incluye todos los países miembros del BID, excepto Barbados, Guyana, Jamaica, Suriname, Trinidad y Tobago y Venezuela, debido a la disponibilidad de datos.

en 711 puntos básicos para la región durante un pico, lo que también se asocia con una calificación crediticia más baja para un país (panel B). En cambio, en otras economías emergentes y avanzadas, los impactos son insignificantes.

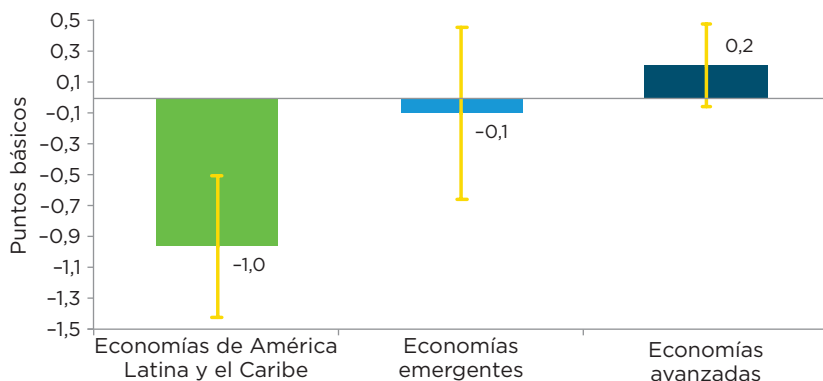
Más allá de los altos niveles de deuda, los picos de deuda pueden provocar contracciones más profundas, impulsadas por bruscas reducciones de la inversión pública y privada, y subas de impuestos contractivas o recortes del gasto para asegurar la sostenibilidad de la deuda. Los costos de financiamiento más altos se traducen en pagos de intereses más altos. Como se señaló en el capítulo 5, la combinación de una deuda que aumenta

Gráfico 8.10 Picos de la deuda y riesgo soberano

A. Diferencial del Índice de Bonos de Mercados Emergentes



B. Calificación crediticia



Fuente: Estimaciones del equipo del BID basadas en WEO (FMI), Banco Mundial y Penn World Tables.
Nota: Las estimaciones se han obtenido a partir de regresiones Arellano-Bond. América Latina y el Caribe incluye todos los países miembros del BID, excepto Barbados, Guyana, Jamaica, Suriname, Trinidad y Tobago y Venezuela, debido a la disponibilidad de datos.

bruscamente, un menor crecimiento y una carga mayor del pago de intereses puede constituir una amenaza para la sostenibilidad. Resulta crucial llevar adelante un monitoreo estrecho de los niveles de deuda y de la dinámica de la deuda, junto con los impactos en la inversión del sector privado.

En resumen: los niveles de deuda inciden en el crecimiento

Los niveles de deuda pública y su dinámica influyen en el crecimiento económico. Un análisis de todos los países revela un punto de inflexión: si los niveles de deuda son bajos, una mayor deuda puede impulsar el crecimiento, pero si los niveles de deuda son más altos, el crecimiento

se resiente y los niveles de deuda aumentan. Aun así, es difícil determinar el punto de inflexión preciso, que puede variar según los países. Por ejemplo, la calidad de las instituciones puede tener un impacto en la localización del punto de inflexión y también puede alterar la magnitud de los efectos de la deuda en el crecimiento. En particular, la presencia de instituciones de mayor calidad puede impulsar los efectos positivos de la deuda en el crecimiento cuando hay bajos niveles de deuda y reducir el efecto negativo de una deuda cuando sus niveles son elevados. Los bruscos aumentos de los niveles de la deuda (picos) también tienen un impacto negativo en el crecimiento y, cuanto más persistente sea el pico, mayor es el efecto. En general, la evidencia sugiere que un sobreendeudamiento público existe de hecho en países con altos niveles de deuda. Los países con deudas más altas disfrutarían de un mayor crecimiento si fueran capaces de disminuir los niveles de deuda. En el capítulo 9 se aborda cómo los países pueden reducir la deuda.

¿Qué factores institucionales pueden ser particularmente pertinentes para evitar o mitigar los efectos de un sobreendeudamiento? Un régimen de inversión pública sólido que asegure que más financiamiento se traduzca en inversión productiva de alta calidad contribuiría a mitigar el impacto de una deuda más alta en el crecimiento. Los países de América Latina y el Caribe tienen bastante espacio para mejorar la gestión de la inversión pública.¹⁷ Sin embargo, el análisis muestra que la inversión privada también disminuye a medida que la deuda pública crece. Mejorar las instituciones fiscales, incluidas la transparencia y la gestión de la deuda, como se señala en el capítulo 6, contribuiría a aliviar las preocupaciones del sector privado a propósito de un aumento de los niveles de deuda.

También sería de utilidad fortalecer las instituciones macrofiscales en términos más generales. Como se señala en el capítulo 5, los marcos fiscales robustos y las reglas fiscales bien diseñadas pueden mejorar el control público de las finanzas y optimizar la credibilidad de la toma de decisiones fiscales en el futuro para asegurar la sostenibilidad. Por empezar, estas instituciones pueden limitar los bruscos aumentos de la deuda y, si estos son necesarios (por ejemplo, para reaccionar ante un shock negativo importante como la pandemia), ayudarán a hacerlos pasajeros y a disminuir los impactos en las tasas de interés y en la inversión privada.

El mensaje central de este capítulo es que muchos países de la región con niveles de deuda elevados probablemente se enfrenten a un sobreendeudamiento y se beneficiarían de una reducción de la deuda en términos del crecimiento. Una advertencia ante esta conclusión es que el análisis se

¹⁷ Véanse Armendáriz et al. (2016, 2021).

basa en datos históricos en función de las instituciones actuales. La reducción de la deuda contribuiría a generar espacios fiscales de manera que el sector público podría invertir en proyectos provechosos para impulsar el crecimiento y reducir la pobreza y la desigualdad.

La otra conclusión clave es que mejorar las instituciones también traería aparejados resultados positivos. Un régimen de inversión pública más adecuado (con una definición más exacta de los proyectos, así como un desarrollo y una evaluación *ex post* optimizados para asegurar un aprendizaje sistemático) generaría inversiones más predecibles, eficientes, orientadas a resultados y vinculadas a prioridades estratégicas, y mitigaría los impactos del sobreendeudamiento. Y mejores instituciones macrofiscales aliviarían los impactos en la inversión privada, con lo cual contribuirían a incluir, en lugar de excluir, al sector privado. Por lo tanto, los países deberían trabajar en ambos frentes, es decir, en la reducción de la deuda y en la mejora de las instituciones.

Reducción de la deuda pública: ¿qué funciona mejor?

La crisis financiera global y la pandemia de la COVID aumentaron considerablemente la deuda pública tanto en las economías avanzadas como emergentes. En el caso de América Latina y el Caribe, la deuda pública promedio creció de forma notable, más que en otras economías emergentes (véase el capítulo 4).

Los altos niveles de deuda pública son preocupantes porque disminuyen la efectividad de las políticas macroeconómicas y elevan la probabilidad de costosas crisis de la deuda (Kose et al., 2021). Además, deprimen la inversión y el crecimiento (véase el capítulo 8). Actualmente, la presencia de condiciones financieras globales más estrictas vinculadas a cambios de la política monetaria en las economías avanzadas podría magnificar los impactos en las economías emergentes y en desarrollo con altos niveles de deuda.

Los países de la región se enfrentan a grandes desafíos. Deben reducir los niveles de deuda y, a la vez, mantener los programas de salud y los programas sociales para ayudar a los que se han visto más afectados por la pandemia. También deben asegurar una inversión suficiente para sostener una recuperación saludable, lograr objetivos de desarrollo sostenible y efectuar la transición a una economía de cero emisiones netas de carbono.¹

Este capítulo analiza episodios anteriores de disminución de la deuda para entender de qué modo se redujo y cómo pueden aplicarse en el contexto actual enseñanzas útiles del pasado. Los episodios de reducción de la deuda se clasifican según hayan sido provocados por una política fiscal prudente, por el crecimiento, por la inflación o por otros factores resumidos en un término conocido como reconciliación *stock-flow*. También se analizan sus efectos en la desigualdad del ingreso y el desempleo.

¹ Para un debate sobre las brechas de financiamiento en América Latina y el Caribe, véase Castellani et al. (2019).

Los episodios de reducción de la deuda no son infrecuentes, y a menudo están asociados con la reestructuración de la deuda o con una inflación alta. En cambio, las disminuciones de la deuda provocadas por un alto crecimiento del producto interno bruto (PIB) o por restricciones fiscales son bastante raras. Para parafrasear un conocido chiste irlandés, si el objetivo consiste en mantener bajo el nivel de la deuda, será preferible no tener niveles altos de deuda para empezar.² Sin embargo, por el lado positivo, algunos países han podido reducir su deuda progresivamente sin necesidad de reestructurar la deuda ni de una alta inflación. El capítulo aborda lecciones de políticas a partir de estas experiencias exitosas.

Una lección clave es que los países deben adoptar políticas que aprovechen los episodios de crecimiento. La política fiscal prudente por sí sola rara vez tiene éxito para reducir sustancialmente los ratios de deuda; en América Latina y el Caribe, Jamaica es el único país que pudo reducir su deuda solo mediante un esfuerzo fiscal. Esto subraya la importancia de las políticas fiscales contracíclicas responsables, las cuales contribuyen a impulsar la economía durante los tiempos difíciles y, además, permiten grandes superávits fiscales y la reducción de la deuda en los buenos tiempos.

Los buenos tiempos suelen caracterizarse por restricciones financieras más laxas; los responsables de las políticas se ven tentados de aplicar políticas fiscales procíclicas y endeudarse más en épocas de auge económico. Sin embargo, estos son precisamente los momentos en que los multiplicadores fiscales son pequeños y una política fiscal más estricta puede producir importantes beneficios en términos de la reducción de la deuda, a la vez que limita las consecuencias negativas de la actividad económica (de hecho, contribuye a impedir el sobreca lentamiento). La existencia de instituciones presupuestarias y fiscales que funcionen adecuadamente resulta clave para apoyar políticas contracíclicas prudentes.³

Otra enseñanza para destacar es que los episodios exitosos de reducción de la deuda a menudo se ven acompañados por tasas de interés reales relativamente bajas, debido a una combinación de inflación moderada y tasas de interés nominales también moderadas. Una política fiscal responsable y un banco central independiente pueden contribuir a mantener bajas las tasas reales y evitar shocks inflacionarios pasajeros que generan una sobrereacción de las tasas de interés nominales y una suba de las tasas reales.

² El chiste es que un turista en la Irlanda rural pregunta cómo llegar a Dublín y el habitante local le responde: "Y bien, señor, si yo fuera usted, no empezaría aquí".

³ Véase un tratamiento del tema en Cavallo et al. (2022).

Análisis de las rachas de reducción de la deuda en América Latina y el Caribe

Una racha de reducción de la deuda se define como un período de varios años durante los cuales el ratio deuda/PIB disminuye al menos 15 puntos porcentuales. A lo largo de los últimos 40 años, los 26 países miembros prestatarios del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) experimentaron 43 rachas de reducción de la deuda: 18 de ellos registraron dos rachas y siete, solo una.

Las rachas de reducción de la deuda tienden a agruparse en el tiempo. Una primera ola se produjo a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa. Esta ola estuvo asociada a los ejercicios de reestructuración de la deuda posteriores a la crisis de la deuda de América Latina de los años ochenta. La segunda tuvo lugar en el período 2002-07 y fue impulsada por el auge de los precios de las materias primas que precedieron a la crisis financiera global. Después de dicha crisis, hubo únicamente dos rachas: una fue producto de la elevada inflación, y a esta pronto le siguió la segunda, con una fuerte suba del ratio deuda/PIB y del incumplimiento. Solo Jamaica consiguió reducir su deuda pública mediante superávits fiscales altos después de la crisis financiera global.

El nivel promedio de la deuda al comienzo de la racha de reducción de la deuda ascendía a alrededor del 100% del PIB (cuadro 9.1). Este alto valor

Cuadro 9.1 Episodios de reducción de la deuda en América Latina y el Caribe

	Deuda/PIB (porcentaje)				Δ Deuda Duración	Crecimiento del PIB	Inflación	Balance primario
	Comienzo de la racha	Final de la racha	Cambio	Duración				
Promedio	110,1	37,8	-72,4	7,6	12,3	3,8	98,9	1,5
Mediana	84,3	32,1	-49,7	7,0	7,3	3,9	16,2	1,9
Desviación estándar	92,0	23,3	77,8	3,4	20	2,7	290,6	3,0
Proporción de episodios						0,44	0,43	0,34
Proporción de episodios que no se solapan con una reestructuración de la deuda						0,57	0,46	0,46

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI).

Nota: Hay 43 episodios en total; un 65% se solapa con una reestructuración de la deuda. Las últimas dos filas del cuadro muestran el número de episodios en los cuales el crecimiento del PIB, la inflación y/o el superávit primario fueron un motor importante.

promedio es producto de la influencia de un pequeño número de países. El valor mediano de la deuda al comienzo de la racha era cercano al 85% del PIB. La racha típica redujo la deuda en casi un 50% del PIB y duró aproximadamente siete años.⁴ La reducción anual mediana del ratio deuda/PIB fue de 7 puntos porcentuales (12 puntos porcentuales para el promedio).

Cerca del 44% de las rachas de reducción de la deuda estuvo asociado a un crecimiento del PIB real por encima del 4%; una tercera parte se caracterizó por un superávit primario promedio superior al 2% del PIB; el 43% se produjo acompañado de una inflación promedio superior al 20%, y casi dos terceras partes de las rachas de reducción de la deuda incluyeron un ejercicio de reestructuración. Entre los casos que no implicaron un episodio de reestructuración de la deuda, una proporción mayor disfrutó de un buen crecimiento y superávits primarios, y una menor proporción experimentó una elevada inflación. El recuadro 9.1 describe en detalle un subconjunto de esos episodios exitosos de reducción de la deuda.

El cuadro 9.1 pinta un panorama algo más sombrío y se hace eco de la literatura que muestra que el crecimiento y la prudencia fiscal por sí solos rara vez son suficientes para disminuir la deuda.⁵ En efecto, en 43 rachas de reducción de la deuda, solo hubo 11 casos en los cuales la inflación alta o una reestructuración de la deuda no desempeñaron un papel destacado.

Más allá de América Latina: análisis sistemático de los episodios de reducción de la deuda

Esta sección proyecta una mirada que excede a América Latina y el Caribe para abarcar un grupo más amplio de países utilizando una metodología similar a la descrita en el capítulo 4.

Episodios de reducción de la deuda y sus correlatos

A partir de la distribución del cambio de cinco años del ratio deuda/PIB para la muestra completa de los países utilizada en el gráfico 4.10 del

⁴ Hubo 12 episodios que duraron 10 años o más; el episodio más largo fue el de Trinidad y Tobago entre 1993 y 2008, con una duración de 15 años.

⁵ En un estudio de 118 países a lo largo de 1990–2020, Kose et al. (2021) advirtieron que en aproximadamente el 50% de las observaciones el crecimiento era mayor que la tasa de interés real, pero en aproximadamente de una cuarta parte de estos casos la deuda seguía creciendo porque el diferencial de crecimiento-tasa de interés se vio más que compensado por la presencia de un déficit primario. De la misma manera, es difícil experimentar superávits primarios grandes y sostenidos ante la presencia de un crecimiento bajo (Eichengreen y Panizza, 2016).

Recuadro 9.1 Éxitos en la región: cómo se lograron

Este recuadro proporciona una breve descripción de las rachas de reducción de la deuda que no involucraron ni una reestructuración ni una inflación elevada.

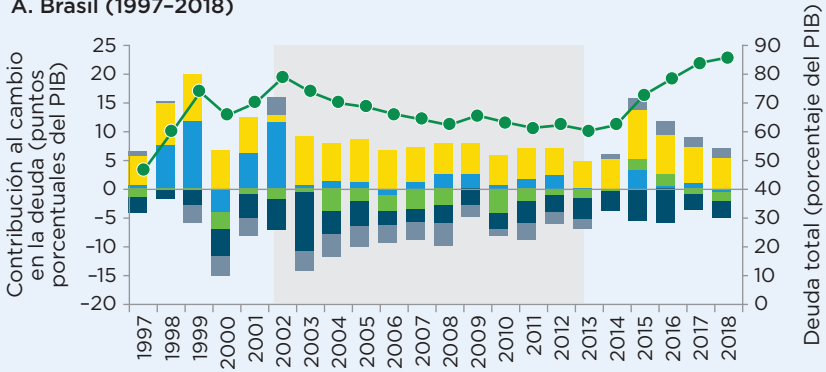
Entre 2002 y 2013, Brasil redujo su ratio deuda/PIB en 18 puntos porcentuales (panel A del gráfico 9.1.1). Esto se consiguió mediante crecimiento económico, tasas de interés reales moderadas y superávits primarios sostenidos. El crecimiento del producto interno bruto (PIB) fue positivo durante la mayoría de los años de la racha de reducción de la deuda (a excepción de 2009) y, en promedio, fue superior a la tasa de interés real *ex post* en aproximadamente 1 punto porcentual. Las tasas de interés reales se mantuvieron por debajo de las tasas de crecimiento gracias a una combinación de inflación moderada, que compensó parcialmente las altas tasas nominales, pero también permitió que las expectativas de inflación se mantuvieran ancladas a lo largo del período (la tasa de interés real promedio *ex post* fue del 3,7%). La reducción de la deuda, producida por una tasa de interés real superior al crecimiento del PIB, se amplificó como resultado de la capacidad de Brasil para mantener un superávit primario durante 11 años seguidos, con un superávit superior al 3% del PIB para los primeros seis años del período de reducción de la deuda y superior al 1,5% en los últimos cinco años. Es probable que este superávit fiscal persistente haya desempeñado un destacado papel para impulsar la credibilidad de la política monetaria y fiscal y apoyar los diferenciales favorables de crecimiento-tasa de interés. Como la tasa de interés real y los pagos de intereses reales empezaron a disminuir en la segunda mitad del episodio, lo mismo sucedió con el superávit primario. Esto no es infrecuente. Cuando la deuda disminuye y la credibilidad mejora, suele emerger la tentación de aplicar una política fiscal más laxa y, por lo tanto, se puede perder la oportunidad de seguir reduciendo la deuda. Sin embargo, Brasil disminuyó sus superávits primarios cuando la economía se desaceleró como respuesta a la crisis financiera global. Una política fiscal más acomodaticia podría haberse justificado debido a este gran shock exógeno. De hecho, Brasil es uno de los pocos países que siguió teniendo superávits primarios después de la crisis financiera global. Estos superávits desempeñaron un rol clave para aumentar la confianza del mercado. Recién en 2014 el balance primario se volvió negativo. Los bajos precios de las materias primas fueron un factor crucial para determinar el final del período de reducción de la deuda de Brasil.

Durante 2002–08, Colombia redujo su deuda pública en 15 puntos porcentuales (panel B del gráfico 9.1.1). Esta disminución se debió en parte a superávits primarios sostenidos y moderados, un crecimiento relativamente alto (favorecido por los elevados precios de las materias primas) y tasas de interés reales moderadas. Durante el período, el valor promedio del diferencial entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento ($r-g$) fue cercano al -3,5%, y arrojó una importante reducción de la deuda. Los pagos de intereses reales se mantuvieron

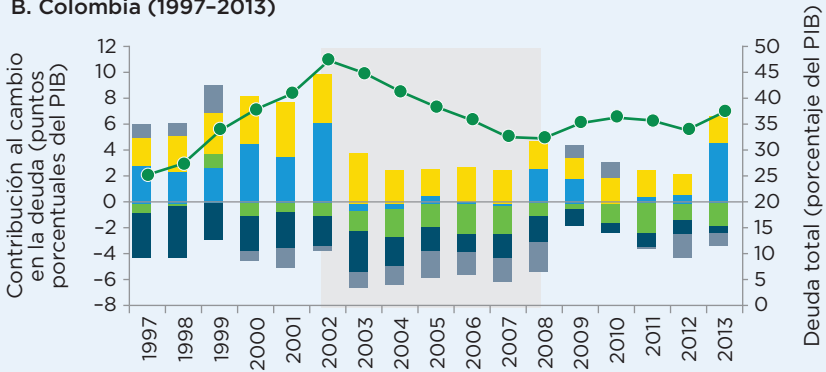
(continúa en la página siguiente)

Gráfico 9.1.1 Desglose de la reducción de la deuda

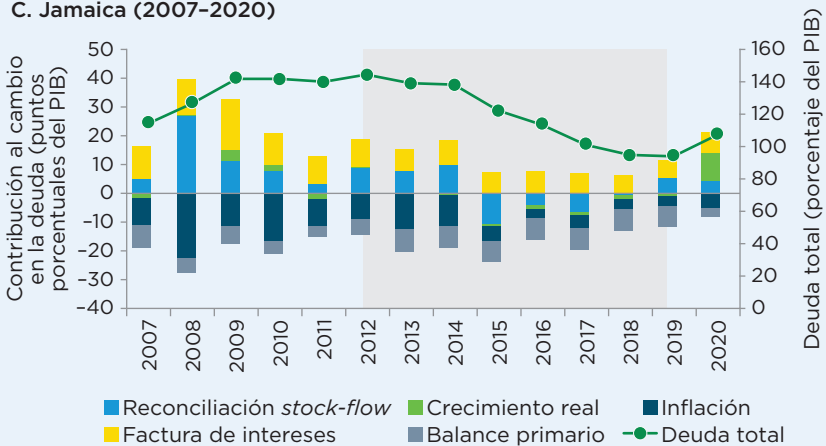
A. Brasil (1997-2018)



B. Colombia (1997-2013)

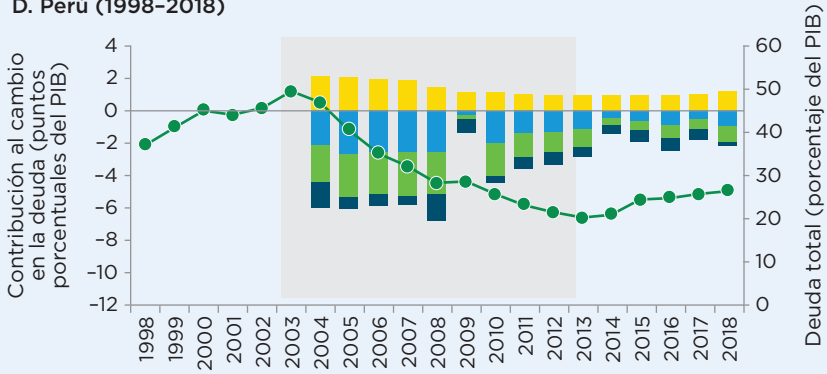
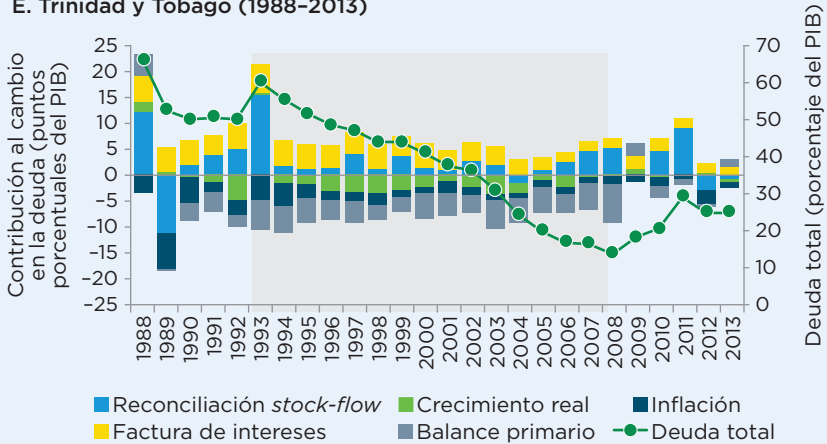


C. Jamaica (2007-2020)



■ Reconciliación *stock-flow* ■ Crecimiento real ■ Inflación
■ Factura de intereses ■ Balance primario —●— Deuda total

(continúa en la página siguiente)

Gráfico 9.1.1 Desglose de la reducción de la deuda
D. Perú (1998–2018)

E. Trinidad y Tobago (1988–2013)


Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI).

bajos (por debajo del 2%) gracias a una combinación de inflación moderada y bajas tasas nominales. La situación cambió después de la crisis financiera global: el crecimiento nominal se contrajo (disminuyeron tanto la inflación como el crecimiento del PIB real) y los superávits primarios se convirtieron en déficits.

En los años 2012–19, Jamaica redujo su ratio deuda/PIB en 50 puntos porcentuales (panel C del gráfico 9.1.1). Se trata de un ejemplo extraño de un país que bajó su deuda gracias a un extraordinario esfuerzo fiscal (para más detalles, véase Cavallo et al., 2022). Entre 1990 y 2020, Jamaica tuvo un superávit primario cada año, y un superávit grande la mayoría de los años. A lo largo de este período, el balance primario promedio (y mediano) se situó por encima del 7% del PIB. Este lapso de 30 años incluye un decenio durante el cual Jamaica tuvo superávits primarios superiores al 10% del PIB y solo tres años en que el superávit primario fue inferior al 4% del PIB. Aun con este impresionante

(continúa en la página siguiente)

desempeño fiscal, la deuda se mantuvo alta hasta 2012; de hecho, aumentó en 2007–08. Este incremento fue provocado por ajustes de *stock-flow* positivos y altas tasas de interés. En cuanto estos factores obstructivos desaparecieron (alrededor de 2012), el esfuerzo fiscal comenzó a dar resultados y la deuda empezó a disminuir rápidamente. Luego, la situación se revirtió debido a la crisis de la COVID-19, que generó una grave recesión. Es extraordinario que Jamaica tuviera un superávit primario cuando el PIB sufrió una contracción del 9%.

En cuanto a Perú, entre 2003 y 2013 redujo su deuda pública en un 30% del PIB (panel D del gráfico 9.1.1). Esto se debió a una combinación de crecimiento superior a la tasa de interés real (esta diferencia promedio a lo largo del período fue cercana al 1%) y superávits primarios sostenidos de alrededor del 2,5% al año. El país tuvo un déficit primario en 2009, pero los superávits primarios volvieron al 2%-3% a partir de 2010. Perú es un buen ejemplo de ajuste fiscal suave, con superávits moderados pero sostenidos que generaron una reducción de la deuda durante un período de crecimiento constante. Como en el caso de Brasil, los bajos precios de las materias primas fueron un factor decisivo para poner fin al período de reducción de la deuda en Perú.

Durante 1993–2008, Trinidad y Tobago disminuyó su deuda en un 46% del PIB (panel E del gráfico 9.1.1). Se trata del episodio de reducción de la deuda más extenso de la región. A lo largo del período, el país experimentó altas tasas de interés y un elevado crecimiento del PIB. En promedio, el crecimiento del PIB fue solo un 0,5% más alto que la tasa de interés real *ex post*. La deuda bajó gracias a superávits primarios sostenidos y persistentes. A lo largo de este período de cinco años, el superávit primario promedio ascendió al 4,6% del PIB y nunca estuvo por debajo del 2,7% del PIB. El episodio de reducción de la deuda acabó con la crisis financiera global.

Recuadro 9.2 Intolerancia a la austeridad

Un período prolongado de superávit primario suele ser condición necesaria para una estrategia exitosa de reducción de la deuda que no dependa de una elevada inflación o del cumplimiento explícito. Sin embargo, los responsables de las políticas públicas pueden ver que es difícil mantener superávits primarios cuando los altos niveles de pobreza y desigualdad del ingreso generan resistencia social a los ajustes fiscales. Filippini y Sandleris (2022) describen este fenómeno como “intolerancia a la austeridad” fiscal social.

La intolerancia a la austeridad limita la capacidad de los gobiernos para implementar correcciones fiscales. Para el caso específico de América Latina y el Caribe, Filippini y Sandleris (2022) observan un alto grado de intolerancia a la austeridad antes de la pandemia de la COVID-19 en Chile, Ecuador, Argentina y Perú, y advierten un incremento durante la pandemia en Colombia.

(continúa en la página siguiente)

La intolerancia a la austeridad refleja diversos problemas, que abarcan desde el descontento de la clase media relacionado con la desigualdad del ingreso hasta la falta de movilidad social y la mengua de la confianza en los gobiernos. El aumento del desempleo y la pobreza asociado con la pandemia han amplificado estos efectos. Medir la intolerancia a la austeridad añade una dimensión política a los análisis tradicionales de sostenibilidad de la deuda que solo se centran en factores económicos.

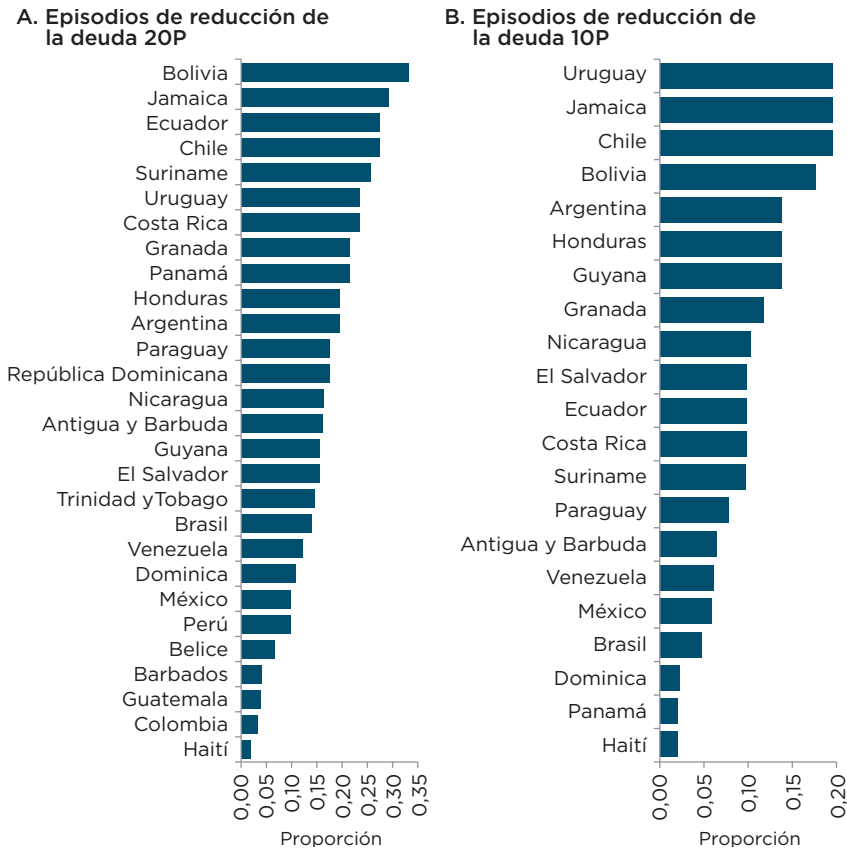
Filippini y Sandleris (2022) introducen una nueva medida en tiempo real de la intolerancia a la austeridad utilizando las redes sociales. Su índice de intolerancia a la austeridad fiscal abarca 11 países de América Latina durante 2010–21. A través de este índice, los autores miden el impacto de la intolerancia a la austeridad en la popularidad del gobierno y la probabilidad de implementar un ajuste fiscal determinado, y observan que una mayor intolerancia a la austeridad afecta negativamente la aprobación del gobierno durante los ajustes fiscales, lo cual se traduce en una menor probabilidad de implementar un programa fiscal.

Al estudiar el impacto de la intolerancia a la austeridad en la popularidad del gobierno y su capacidad de llevar adelante un ajuste fiscal, Filippini y Sandleris (2022) contribuyen a una evaluación más realista de la probabilidad de que un país pueda sostener altos niveles de deuda y evitar una crisis de la deuda. Sus resultados también son útiles para los responsables de las políticas que quieran diseñar programas plausibles de implementar incluso ante la presencia de intolerancia fiscal. Una de las principales facetas de su análisis indica que anunciar un programa fiscal por adelantado tiende a incrementar la probabilidad de su puesta en marcha. Otra de sus perspectivas muestra que es probable que la comunicación sea importante. Si los responsables de las políticas públicas comunican bien y consiguen reducir la intolerancia fiscal, tienen más probabilidades de poder implementar con éxito el programa.

capítulo 4, los episodios de reducción de la deuda se definen como países-años situados a la izquierda de los percentiles 10 y 20 de la distribución (-29,5 y -14, respectivamente).⁶ En el resto de este capítulo, los

⁶ Nótese que los episodios de reducción de la deuda descritos en esta sección no son directamente comparables con las rachas descritas en la sección anterior. En primer lugar, las rachas abordadas en la sección anterior varían en su duración, mientras que esta sección se centra en una duración constante (cinco años). En segundo lugar, las rachas de la sección anterior son, por definición, no solapadas, pero esta sección también tiene en cuenta los solapamientos. Por ejemplo, piénsese en un país que durante un periodo de 10 años reduce sistemáticamente su ratio deuda/PIB en 3 puntos porcentuales al año y luego estabiliza su nivel de deuda. En la sección anterior, este país habría sido clasificado como un país que tiene una racha de reducción de la deuda que duró 30 años y generó una disminución de 30 puntos porcentuales

Gráfico 9.1 Distribución de episodios de reducción de la deuda

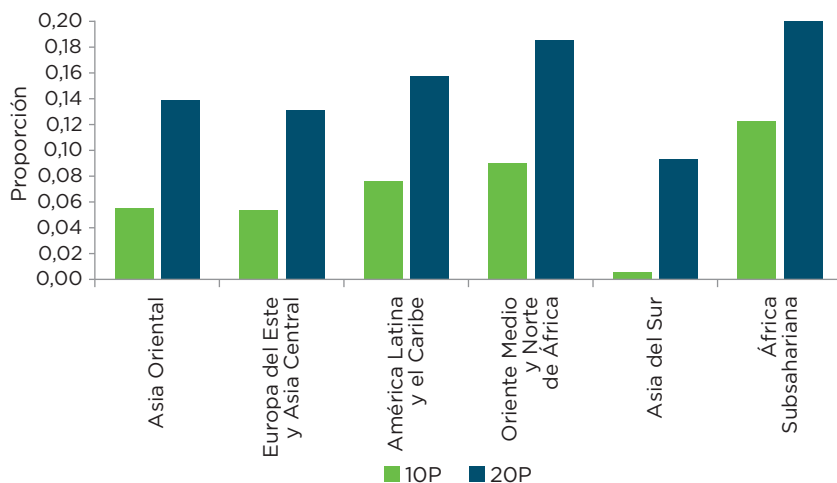


Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI).
Nota: Este gráfico ilustra la proporción de episodios de reducción de la deuda 10P y 20P en todos los países de América Latina y el Caribe. Los países no incluidos no cuentan con al menos 30 años de datos o carecen de un episodio de reducción de la deuda.

períodos-países con cambios de la deuda de cinco años a la izquierda de estos umbrales se denominan episodios en el percentil (P) 10 y episodios en el percentil 20, respectivamente. Por definición, el 20% de los episodios de cinco años de la muestra consiste en episodios 20P y el 10% de ellos, en episodios 10P. Sin embargo, hay diferencias entre países y regiones.

El gráfico 9.1 se centra en América Latina y el Caribe y presenta la proporción de períodos de cinco años que coincidieron con un episodio de reducción de la deuda 20P (panel A) o 10P (panel B). En la muestra

en el ratio deuda/PIB. En esta sección, en cambio, sería clasificado como un país que tiene seis rachas de reducción de la deuda 20P que se solapan, cada una de ellas asociadas con una reducción de la deuda de 15 puntos porcentuales.

Gráfico 9.2 Proporción de episodios de reducción de la deuda por región

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI).

Nota: Este gráfico ilustra la proporción de episodios de reducción de la deuda de 10P y 20P por región. Por definición, la proporción total de los episodios 10P es del 10% y la proporción total de los episodios 20P es del 20%.

de episodios 20P, Bolivia, Chile, Costa Rica, Ecuador, Granada, Jamaica, Panamá, Suriname y Uruguay están sobrerrepresentados (su proporción de episodios 20P es superior al 20%), mientras que en la muestra de episodios 10P, la sobrerrepresentación recae en Argentina, Bolivia, Chile, Granada, Guyana, Honduras, Jamaica, Nicaragua y Uruguay.

A nivel agregado, los países de América Latina y el Caribe están subrepresentados tanto en los episodios 10P como 20P (las proporciones regionales son del 7% y el 15%, respectivamente; véase el gráfico 9.2). Debido al alivio de la deuda asociado con la Iniciativa para los Países Pobres muy Endeudados (PPME) y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (IADM), los países del África Subsahariana, al contrario, están sobrerrepresentados en las muestras de los episodios 10P y 20P.

La proporción de episodios de reducción de la deuda también es relativamente baja en Asia Oriental, Europa del Este y Asia Central. Sin embargo, a diferencia de América Latina y el Caribe, estas regiones tienen niveles de deuda relativamente bajos. Por lo tanto, los episodios de reducción de la deuda son menos frecuentes porque son menos necesarios. Hay una relación estadísticamente significativa entre los niveles de deuda iniciales y la probabilidad de observar un episodio de reducción de la deuda, y esta relación es más débil en América Latina y el Caribe.

Hay dos factores posibles que impulsan la correlación positiva entre el nivel inicial de deuda y la probabilidad de un episodio de reducción de la deuda. Por un lado, esta relación podría estar impulsada por el hecho de que los altos niveles de deuda generan una política fiscal prudente. Esta interpretación es congruente con la definición de sostenibilidad de la deuda tratada en el capítulo 5. Alternativamente, en presencia de altos niveles de deuda, los países la disminuyen, ya sea entrando en impago o desinflándola. De hecho, la inflación es un elemento clave de las reducciones de la deuda asociadas con altos niveles de deuda iniciales. Al contrario, las reducciones asociadas con un balance primario grande son menos probables ante la presencia de altos niveles de deuda iniciales.

Episodios suaves y bruscos de reducción de la deuda

No todos los episodios de reducción de la deuda son iguales. Una reducción gradual y sostenida puede ser preferible a una reducción más rápida y brusca. He aquí dos episodios de tamaño comparable: Suriname 1991-96 y Trinidad y Tobago 1993-98. En el primer caso, la deuda disminuyó alrededor de 64 puntos porcentuales en un período de cinco años, en gran parte gracias a una alta inflación; durante este período el crecimiento promedio fue modesto y el país experimentó un déficit primario. En el segundo caso, la deuda disminuyó 46 puntos porcentuales a lo largo de 15 años, en gran parte debido a superávits primarios moderados, pero sostenidos.

Las reducciones súbitas de la deuda a menudo se asocian con altos niveles de inflación (como ocurrió en Suriname en 1991-96) o incumplimiento soberano.⁷ Los incumplimientos pueden perturbar la economía nacional y suelen asociarse a un bajo crecimiento del PIB y costosas crisis financieras (véanse Gelpert y Panizza, 2022; Mitchener y Trebesch, 2021). Además, el incumplimiento a menudo se asocia con crisis financieras y bancarias (Gennaioli, Martin y Rossi, 2014), que no solo tienen efectos negativos duraderos en los niveles y en el crecimiento del PIB (Cerra y Saxena, 2008), sino que también resultan particularmente onerosos para los segmentos más vulnerables de la población (Halac y Schmukler, 2004). La inflación tiende a ser regresiva (Erosa y Ventura, 2002), socava la credibilidad del

⁷ Los grandes ajustes registrados también pueden reflejar un error de medición. Decir que una reducción suave de la deuda es en general preferible a una reducción abrupta no implica un juicio de valor sobre la reestructuración de la deuda (ni de una iniciativa de reducción de la deuda como la Iniciativa para los Países Pobres muy Endeudados [PPME] o la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral [IADM]) cuando esa reestructuración es necesaria. Solo significa que sería deseable que los países no se encontraran en situaciones en las que se requieran dichas políticas.

banco central tan difícilmente lograda, y puede requerir un caro proceso de desinflación. No es de extrañar que las reducciones de la deuda generadas por la inflación se asocien con una mayor desigualdad del ingreso. Además, la inflación no es eficaz ante la presencia de deuda en moneda extranjera, a menos que vaya acompañada de una gran apreciación real, lo cual tiene un efecto negativo en el crecimiento (Rodrik, 2008). También es inefectiva ante la presencia de deuda a corto plazo, a menos que se dé juntamente con represión financiera, lo que genera micro distorsiones que disminuyen el crecimiento (Roubini y Sala-i-Martin, 1992).

Aun cuando la reducción de la deuda se logre mediante superávits primarios grandes, el severo ajuste fiscal puede tener efectos contractivos en la economía, sobre todo si se implementa cuando el crecimiento es bajo y los multiplicadores fiscales son amplios. Los ajustes fiscales severos también pueden desatar reacciones políticas que los recortan (Filippini y Sandleris, 2022). Por lo tanto, es probable que los ajustes distribuidos a lo largo del tiempo sean menos caros y más efectivos, y que tengan más posibilidades de mantener baja la deuda a lo largo del tiempo. Para estudiar los motores de estos tipos de ajustes, las reducciones de la deuda “suave” se definen como episodios en los que ningún año representa más del 40% de la disminución total de la deuda. El ingreso per cápita es la única variable probada que está correlacionada de manera robusta con el evento de un ajuste gradual de la deuda, con mayores probabilidades de un ajuste suave en países más ricos.

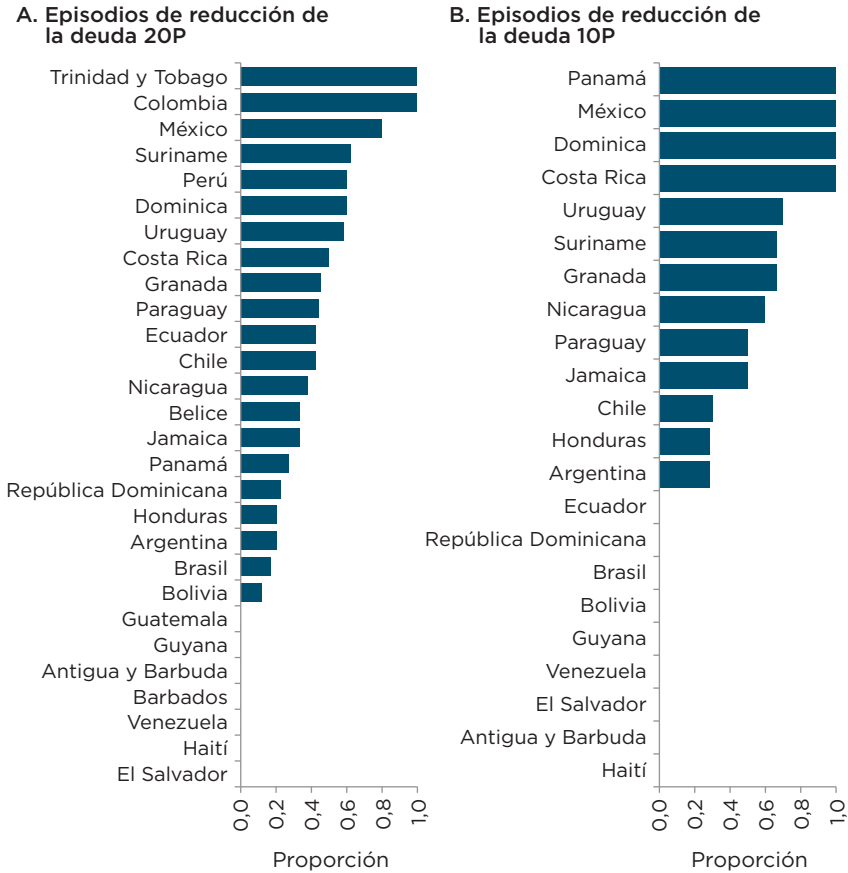
En América Latina y el Caribe cerca de una tercera parte de los episodios es suave, lo cual supera el promedio de los países (un 28% de episodios 10P y un 26% de episodios 20P).⁸ En un gran porcentaje de países, la mayoría de los episodios de reducción de la deuda son bruscos. De hecho, en una fracción considerable de países, todos los episodios de ajuste de la deuda son bruscos (gráfico 9.3).

Un desglose: composición de los episodios de reducción de la deuda

El ratio deuda/PIB cambia a lo largo del tiempo como resultado de las condiciones económicas y las opciones de políticas. Como se señaló en el capítulo 5, la ecuación de la dinámica de la deuda estándar descompone el cambio en el ratio deuda/PIB (Δd) de la siguiente manera:

⁸ Esto se debe en parte a la importante proporción de episodios de reducción brusca de la deuda de África Subsahariana generados por el alivio de la deuda en el marco de la Iniciativa PPME o la IADM.

Gráfico 9.3 Proporción de ajustes suaves de la deuda



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI).
Nota: Este gráfico ilustra el porcentaje de episodios de reducción suave de la deuda 20P y 10P en todos los países de América Latina y el Caribe. Se trata del porcentaje de episodios que no se deben a grandes cambios en un año en el ratio deuda/PIB. Los países no incluidos en el gráfico no cuentan con al menos 30 años de datos o carecen de episodios de reducción de la deuda. Los países mencionados sin una barra son países que tienen episodios de reducción de la deuda 20P y 10P, pero ningún episodio suave.

$$\Delta d = pb + (i - g - \pi)d + sf$$

Donde pb es el balance primario/PIB, i es la tasa de interés nominal, g es el crecimiento del PIB real, y sf es la reconciliación *stock-flow*.⁹ Esta última puede verse impulsada por un error de medición, pero también por eventos que influyen en el ratio deuda/PIB sin pasar por el presupuesto. El capítulo 4

⁹ Para un debate detallado sobre la reconciliación de *stock-flow* y sus elementos motores, véase Campos, Jaimovich y Panizza (2006).

muestra que la reconciliación *stock-flow* es un motor importante de los picos de la deuda, aunque este elemento residual también puede asumir valores negativos y ser asociado a reducciones de la deuda; por ejemplo, ante la presencia de un incumplimiento del pago de la deuda con reducción de la deuda de valor nominal o cuando los grandes ingresos por privatizaciones no se incluyen en el presupuesto y se utilizan para reducir la deuda pública.¹⁰

Como ya se mencionó, no todos los tipos de reducciones de la deuda son igualmente deseables. Son preferibles los impulsados por el crecimiento que aquellos asociados con incumplimientos del pago de la deuda o una alta inflación, que tienden a tener elevados costos económicos.¹¹

Aplicar la ecuación de la dinámica de la deuda descrita a los datos reales muestra que los principales contribuidores a las reducciones de la deuda son la inflación, que es especialmente importante en América Latina y el Caribe, y el crecimiento del PIB real, particularmente relevante en Asia Oriental. El balance primario es esencial en varias regiones, entre ellas, América Latina y el Caribe, cuando el análisis se restringe a períodos con crecimiento negativo de la deuda (panel B del gráfico 9.4). En América Latina y el Caribe, las altas tasas de interés nominal constituyen un obstáculo clave para la reducción de la deuda.

En esta sección se define que un episodio se encuentra impulsado por un determinado factor (por ejemplo, el superávit primario) cuando ese factor específico representa al menos el 40% de la reducción de la deuda en el episodio.¹² Esta regla de asignación puede generar episodios que no estén impulsados por ningún factor específico; tal sería el caso si ningún componente de la ecuación de la dinámica de la deuda representa al menos el 40% del cambio en la deuda, y para episodios impulsados por múltiples factores.¹³ El conjunto de elementos motores

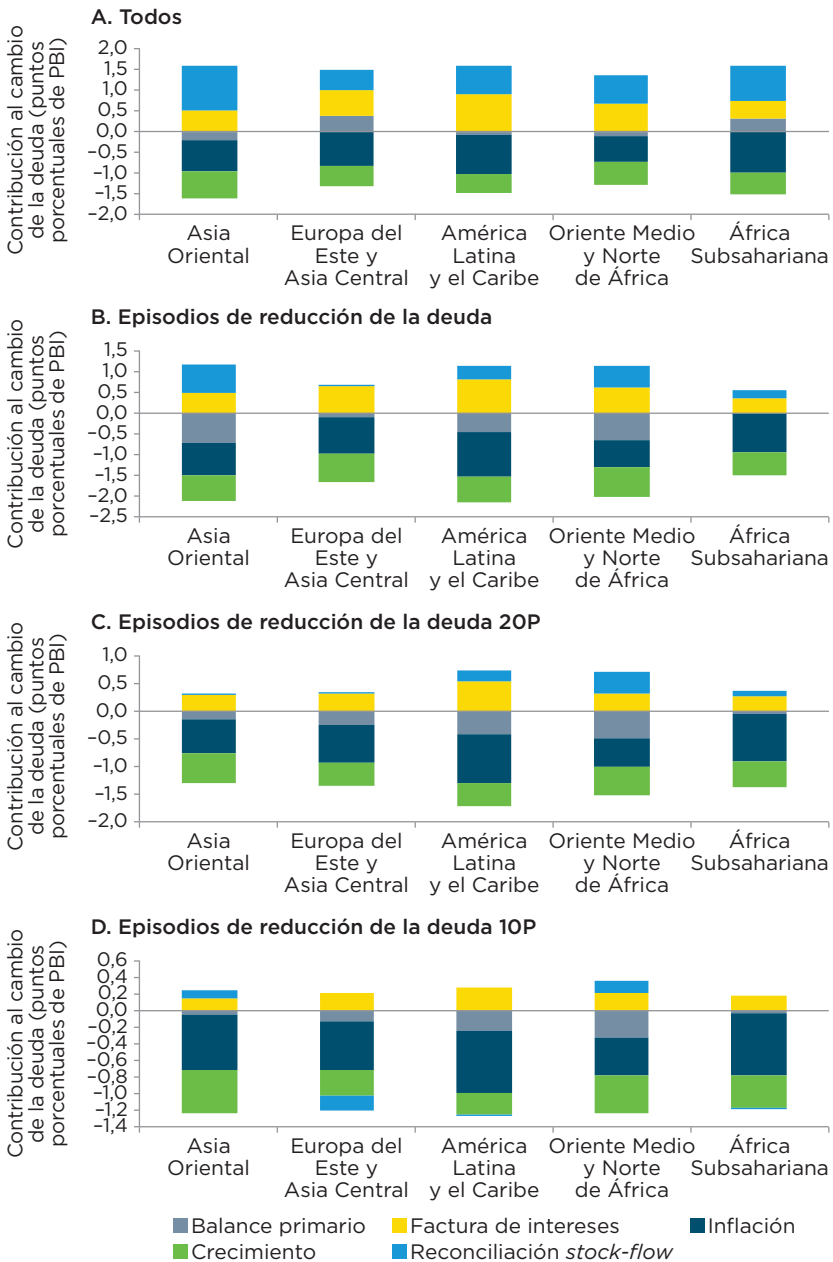
¹⁰ El efecto de la privatización en la sostenibilidad de la deuda es ambiguo. Si bien la privatización puede abordar problemas de liquidez, también puede disminuir ingresos futuros a menos que comprenda mejoras de eficiencia.

¹¹ Kose et al. (2022) se refieren a estas estrategias de reducción de la deuda como enfoques no convencionales o heterodoxos.

¹² Cabe señalar que la definición descrita, basada en la ecuación de la dinámica de la deuda, no lleva un registro de las interacciones complejas entre los diferentes componentes de la dinámica de la deuda. Por ejemplo, una contracción fiscal podría afectar tanto las tasas de interés como el crecimiento del producto interno bruto (PIB). Estas interacciones no se tienen en cuenta en el marco contable adoptado en este capítulo.

¹³ Esto es trivialmente el caso si dos factores representan el 40% de la reducción de la deuda cada uno. Sin embargo, en algunas situaciones individuales, los dos factores pueden sumar hasta más del 100%, debido a que ciertos elementos del desglose de la deuda son negativos y otros, positivos.

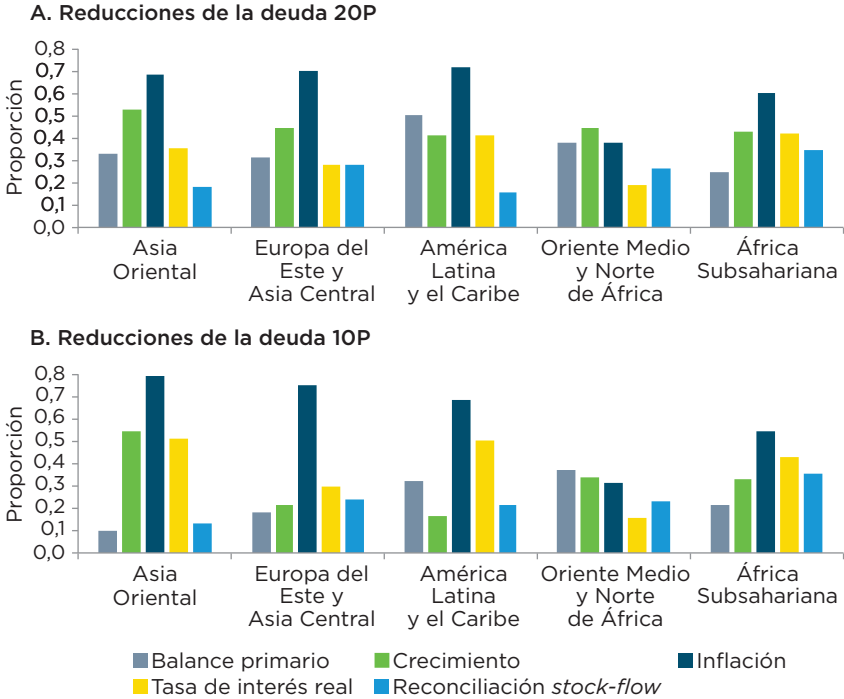
Gráfico 9.4 Composición de los cambios de la deuda por región



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI).

Nota: Este gráfico presenta la composición de los cambios de la deuda por región: las barras por encima de la línea cero muestran factores que contribuyen al crecimiento de la deuda y aquellas por debajo de la línea cero reflejan factores que contribuyen a las reducciones de la deuda. Para el panel A se utilizan todos los datos disponibles; para el panel B, períodos de cinco años con crecimiento negativo de la deuda. El panel C se basa en datos de episodios 20P y el panel D, en datos de episodios 10P.

Gráfico 9.5 Principales factores contribuyentes de los episodios de reducción de la deuda



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI).

Nota: Este gráfico contiene el porcentaje de episodios de reducción de la deuda de 20P (panel A) y 10P (panel B) que se pueden atribuir a diferentes factores. Nótese que un determinado episodio de reducción de la deuda se puede atribuir a más de un factor o a ningún factor específico. Por lo tanto, las proporciones no suman 1.

estudiados aquí incluye el superávit primario, el crecimiento real, la inflación, la tasa de interés real y la reconciliación *stock-flow*.¹⁴

La inflación, y sus tasas de interés reales negativas asociadas, es de lejos el motor más importante de los episodios de reducción de la deuda en América Latina y el Caribe, seguidas de una estricta política fiscal. Por otro lado, el crecimiento es menos fundamental (gráfico 9.5). Si bien la reconciliación *stock-flow* es clave para los picos de la deuda (véase el

¹⁴ Si bien las tasas de interés nominales rara vez son negativas (sobre todo en la muestra de las economías en desarrollo y emergentes consideradas aquí), la tasa de interés real puede ser negativa si la inflación es más alta que la tasa de interés nominal. Por lo tanto, la proporción de episodios impulsados por la presencia de una tasa de interés negativa es un subconjunto estricto del porcentaje de episodios impulsados por la inflación.

capítulo 4), es menos importante en las reducciones de la deuda.¹⁵ Sin embargo, en América Latina y el Caribe, las grandes reducciones de la deuda (por ejemplo, episodios 10P) tienen más probabilidades de ser impulsadas por la reconciliación *stock-flow* (a menudo asociada con episodios de impago) que por un alto crecimiento del PIB (un 20% versus un 18% de los episodios). Asia Oriental es la única región donde el crecimiento del PIB contribuye en más del 50% de los episodios.

Los episodios de reducción de la deuda parecen ser persistentes. Mientras que la probabilidad incondicional de observar un episodio 10P es, por definición, del 10%, la probabilidad de observar un episodio 10P cuando se ha advertido un episodio similar en períodos anteriores es del 19%. Los episodios “buenos” de reducción de la deuda son incluso más persistentes que el episodio promedio de reducción de la deuda total. La probabilidad de que un país experimente un episodio de reducción de la deuda de 10P cuando se haya percibido un episodio de reducción de la deuda impulsado por el crecimiento en períodos anteriores es del 21% (gráfico 9.6). La probabilidad de advertir un episodio 10P condicionado a episodios anteriores impulsados por el balance primario es del 20%. En cambio, las probabilidades condicionales correspondientes para los episodios impulsados por la inflación y el ajuste *stock-flow* son del 18% y el 16%.¹⁶

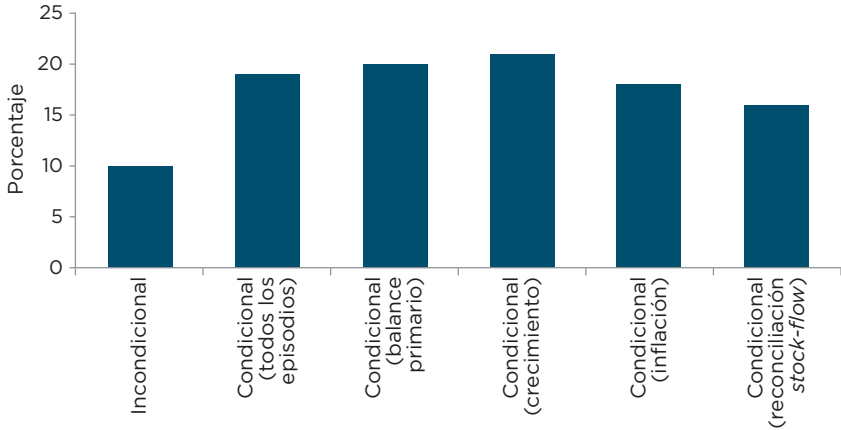
Cuando se examinan los elementos impulsores de reducciones suaves de la deuda, se advierte que la inflación sigue siendo importante, pero que también lo son el crecimiento del PIB y los superávits primarios. En cambio, la proporción de reducciones suaves de la deuda impulsadas por la reconciliación *stock-flow* es más pequeña que en la muestra completa de reducciones de la deuda.

¿Qué tipos de factores económicos e institucionales se asocian con diferentes tipos de episodios de reducción de la deuda? Identificar estos elementos es indispensable para las políticas. Solo algunos elementos impulsores de la reducción de la deuda pueden ser, por lo menos en parte, directamente controlados por los responsables de las políticas públicas (política fiscal, inflación y el momento de la reestructuración de la deuda). Sin embargo, las condiciones complementarias (como el crecimiento y la credibilidad del banco central) pueden conseguir que las medidas de políticas sean más o menos efectivas para reducir la deuda. Comprender estas

¹⁵ La excepción es África Subsahariana, que fue la principal beneficiaria de las iniciativas de reducción de la deuda PPME y IADM. Para un debate sobre experiencias anteriores con iniciativas coordinadas de reducción de la deuda, véase Nagle (2022).

¹⁶ Hay menos persistencia de los episodios 20P; la probabilidad condicional aumenta hasta el 27% y no hay ninguna diferencia en la probabilidad de observar un nuevo episodio condicionado al tipo anterior de episodio.

Gráfico 9.6 Probabilidad condicional e incondicional de un episodio de reducción de la deuda en el percentil 10



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI).

Nota: Este gráfico ilustra la probabilidad de observar un episodio 10P. La primera barra refleja la probabilidad incondicional, que es, por definición, del 10%. La segunda barra representa la probabilidad de que un país observe un episodio 10P cuando haya tenido un episodio como ese en periodos anteriores (esta probabilidad es del 19%). Las cuatro barras restantes muestran la probabilidad de que un país advierta un episodio 10P si ha observado: un episodio de reducción de la deuda impulsado por un balance primario en los periodos anteriores (tercera barra); un episodio de reducción de la deuda impulsado por el crecimiento en periodos anteriores (cuarta barra); un episodio de reducción de la deuda impulsado por la inflación en periodos anteriores (quinta barra), y un episodio de reducción de la deuda impulsado por el *stock-flow* en periodos anteriores (sexta barra).

condiciones complementarias puede ayudar al despliegue de las políticas cuando sean más efectivas.

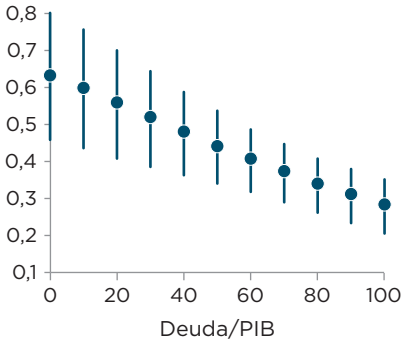
Si bien los niveles de deuda son sólidos predictores de episodios de reducción de la deuda, se aprecia una heterogeneidad en los diferentes tipos de episodios. Los niveles más altos de la deuda están positivamente asociados con la probabilidad de un episodio de reducción de la deuda impulsado por la inflación (o la tasa de interés real), incluidos los episodios suaves de reducción de la deuda impulsados por la inflación, y negativamente correlacionados con la probabilidad de un episodio de reducción de la deuda impulsado por el balance primario (gráfico 9.7). En cambio, los niveles iniciales de deuda son irrelevantes para otros tipos de episodios de reducción de la deuda.

La falta de evidencia de que las reducciones de la deuda impulsadas por el crecimiento son más probables cuando los niveles de la deuda son altos indica que el tipo más deseable de reducción de la deuda es poco probable precisamente cuando es más necesario.¹⁷ De la misma

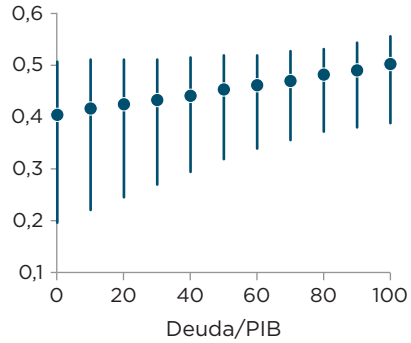
¹⁷ Este resultado coincide con la presencia de una correlación negativa entre un nivel alto de la deuda y el crecimiento del PIB (véase el capítulo 8 para un análisis del vínculo entre deuda y crecimiento).

Gráfico 9.7 Tipos de episodios de reducción de la deuda y niveles de deuda

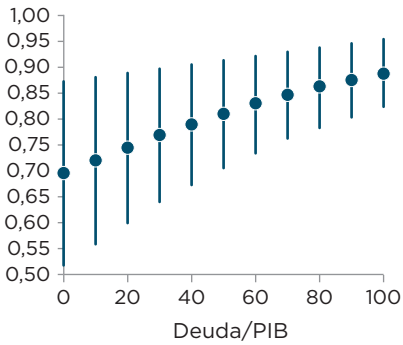
A. Balance primario



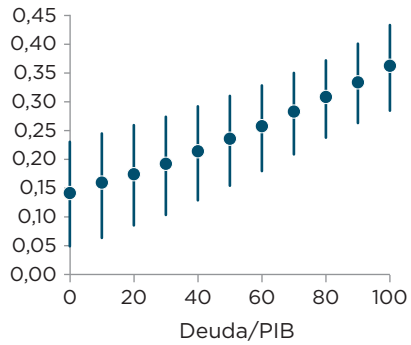
B. Crecimiento



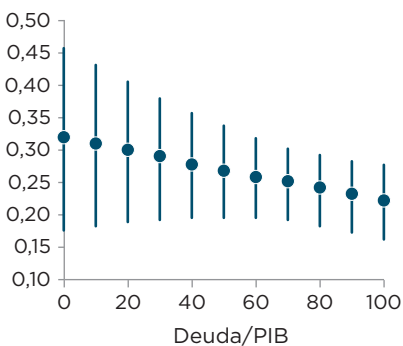
C. Inflación



D. Tasa de interés real



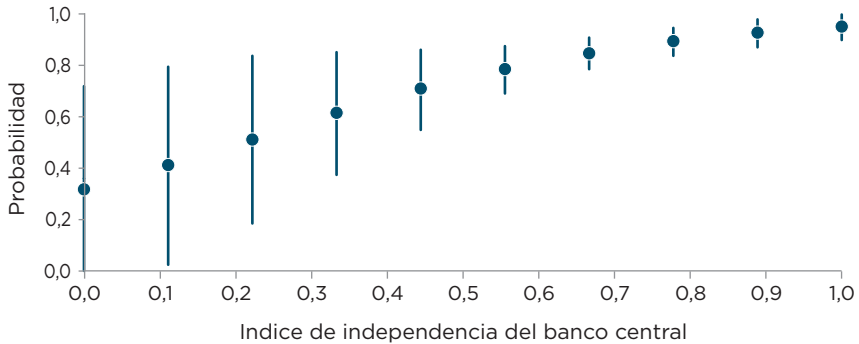
E. Reconciliación *stock-flow*



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI) y los Indicadores del Desarrollo Mundial.

Nota: Este gráfico ilustra cómo la probabilidad de diferentes tipos de episodios de reducción de la deuda 20P varía con el nivel de deuda inicial, mientras que todas las demás variables se mantienen en su valor medio. Los puntos son estimaciones puntuales y los picos son intervalos de confianza del 95%.

Gráfico 9.8 Independencia del banco central y episodios de reducción de la deuda impulsados por la inflación



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI) y los Indicadores del Desarrollo Mundial.

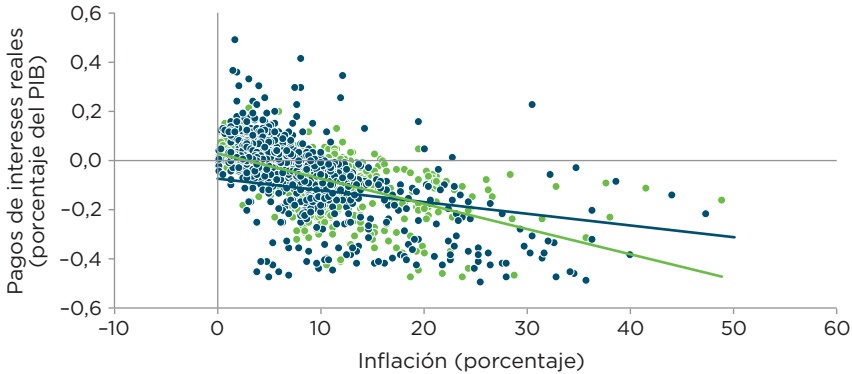
Nota: Este gráfico ilustra cómo la probabilidad de un episodio de reducción de la deuda 20P impulsado por la inflación varía con el índice de la independencia del banco central, mientras que todas las demás variables se mantienen en su valor medio. Los puntos son estimaciones puntuales y los picos son intervalos de confianza del 95%.

manera, si bien sería deseable que los países respondieran a los altos niveles de deuda con políticas fiscales prudentes, los datos sugieren que esto sucede rara vez. Es más probable que los países respondan a altos niveles de deuda con alta inflación en lugar de experimentar grandes superávits fiscales.

Entre otras variables relevantes vale citar el ingreso per cápita y la presencia de un banco central independiente. El ingreso per cápita está asociado positivamente con la probabilidad de un episodio de reducción de la deuda impulsado por el balance primario, pero negativamente con la probabilidad de un episodio impulsado por el crecimiento. En cambio, la presencia de un banco central independiente aumenta la probabilidad de una reducción de la deuda impulsada por la inflación (gráfico 9.8).

Resulta interesante que las reducciones de la deuda impulsadas por la inflación estén correlacionadas positivamente con la independencia del banco central. Al fin y al cabo, la inflación debería ser menor con un banco central más independiente. Esto es lo que ocurre en realidad: durante los episodios de reducción de la deuda en países con una gran independencia de dicha institución, la inflación promedio es 18 puntos porcentuales menos que en países con un banco central menos independiente (un 12% versus un 30%). Al centrarse exclusivamente en los episodios de reducción de la deuda impulsados por la inflación, la inflación promedio en los países con un banco central independiente es un punto porcentual menos (un 8,5% versus un 9,5%) que en países con una menor independencia del

Gráfico 9.9 Inflación, pagos de intereses reales e independencia del banco central



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI) y los Indicadores del Desarrollo Mundial.

Nota: Este gráfico ilustra la correlación entre inflación rezagada y pagos de intereses reales (como porcentaje del PIB) en países con niveles altos (puntos verdes) y bajos (puntos azules) de independencia del banco central.

banco central. Por lo tanto, el resultado expuesto en el gráfico 9.8 no se debe a que la independencia del banco central provoque una mayor inflación sino al hecho de que un banco central más independiente ancla las expectativas y permite períodos de inflación por encima del promedio sin un aumento inmediato de las tasas de interés nominales. La credibilidad monetaria también está correlacionada positivamente con el vencimiento de la deuda pública y, por lo tanto, posibilita una respuesta más lenta de los pagos de intereses generales a los shocks inflacionarios (Andreolli, 2021; Willems y Zettelmeyer, 2022).

El gráfico 9.9 ilustra la correlación entre inflación rezagada y pagos de intereses reales como porcentaje del PIB (este es el componente de la ecuación de la dinámica de la deuda ya descrita) en países con bajos niveles de independencia del banco central (puntos azules) y países con un alto nivel de independencia de dicha entidad (puntos verdes). La correlación negativa entre pagos de intereses reales e inflación rezagada es más fuerte en países-años que se caracterizan por una gran independencia del banco central.¹⁸

El gráfico 9.7 muestra que los episodios de reducción de la deuda son persistentes y que los episodios “buenos” de reducción de la deuda (es decir, los impulsados por el crecimiento del PIB y una política fiscal

¹⁸ La represión financiera también puede mantener bajas las tasas reales (Reinhart y Sbrancia, 2015; Mauro y Zhou, 2020) pero esta estrategia está asociada con grandes distorsiones (Jafarov, Maino y Pani, 2019).

prudente) tienden a ser más persistentes que aquellos impulsados por la inflación y la reconciliación *stock-flow*. ¿A qué se debe esta persistencia? Si los países pagan los costos fijos necesarios para instaurar reglas presupuestarias e instituciones fiscales que permitan reducir la deuda, implementar reducciones de la deuda en el futuro puede ser más fácil. Los análisis de regresión proporcionan evidencia en este sentido: los indicadores que miden la presencia y la calidad de las instituciones fiscales están correlacionados positivamente con la probabilidad de episodios de reducción de la deuda impulsados por el balance primario o el crecimiento. Sin embargo, los resultados no suelen ser estadísticamente significativos, posiblemente porque los datos sobre las instituciones fiscales y los episodios de reducción de la deuda abarcan una muestra limitada de países-años.¹⁹

Otra manera de explorar el rol de las instituciones fiscales es dejar que los datos hablen por sí mismos a través de un análisis de clústers. Este ejercicio sitúa todos los episodios 20P que tienen una regla fiscal al comienzo del período de reducción de la deuda en un grupo y los episodios restantes en otros dos grupos (la diferencia entre estos otros dos grupos es la presencia de un programa del Fondo Monetario Internacional [FMI]). Los países con reglas fiscales tienen una mayor probabilidad de un episodio de reducción de la deuda impulsado por el balance primario (un 56% versus un 40%) o un episodio de reducción de la deuda impulsado por el crecimiento (un 63% versus un 52%) y una menor probabilidad de un episodio de reducción de la deuda impulsado por la inflación o por la reconciliación *stock-flow* (gráfico 9.10).

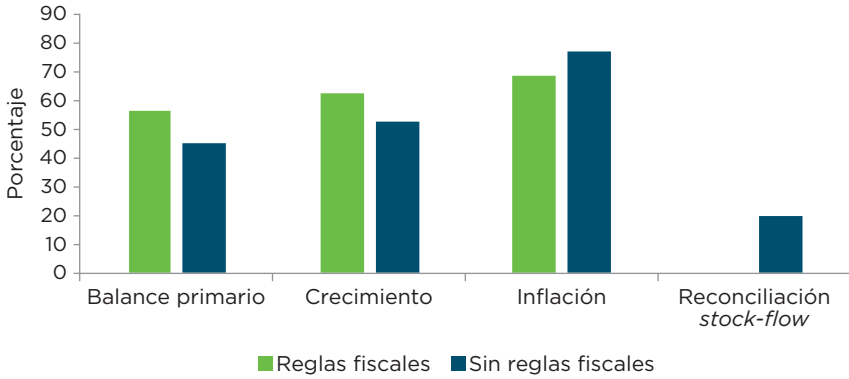
Los altibajos de la reducción de la deuda

Los cambios en la trayectoria de la deuda constituyen una condición necesaria para un episodio de reducción de la deuda. Esta sección estudia dos tipos de eventos: i) períodos de cinco años de reducción de la deuda que siguen a períodos de cinco años de aumento de la deuda (reversiones de la deuda); y ii) períodos de cinco años de reducción de la deuda que siguen a períodos de cinco años durante los cuales el ratio deuda/PIB aumentó en al menos 10 puntos porcentuales (reversión brusca de la deuda).²⁰

¹⁹ Las buenas instituciones fiscales reducen significativamente la probabilidad de los picos de la deuda (véase el capítulo 4). Si dichas instituciones impiden los picos, es probable que sean necesarias para reducir la deuda.

²⁰ Formalmente, los episodios de reversión de la deuda se definen como episodios caracterizados por $d_t - d_{t-5} > 0$ y $d_{t+5} - d_t < 0$; los no episodios están caracterizados por $d_t - d_{t-5} > 0$ y $d_{t+5} - d_t > 0$ (observaciones para las cuales $d_t - d_{t-5} \leq 0$ no se incluyen en el análisis). De la misma manera, las reversiones bruscas de la deuda se caracterizan por $d_t - d_{t-5} > 10$ y $d_{t+5} - d_t < 0$ versus períodos en los que $d_t - d_{t-5} > 10$ y $d_{t+5} - d_t > 0$ (observaciones para las cuales $d_t - d_{t-5} \leq 10$ no se incluyen en el análisis).

Gráfico 9.10 Probabilidad de diferentes tipos de episodios de reducción de la deuda



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI) y los Indicadores del Desarrollo Mundial.

Nota: Este gráfico muestra la probabilidad de observar diferentes tipos de episodios de reducción de la deuda P20 en clústers con y sin reglas fiscales.

Cerca del 40% de los períodos con un crecimiento positivo de la deuda van seguidos de períodos con un crecimiento negativo de la deuda. Esta proporción aumenta al 45% en el caso de los episodios de reversión brusca de la deuda. Las regiones varían poco en la proporción de estos episodios (gráfico 9.11).

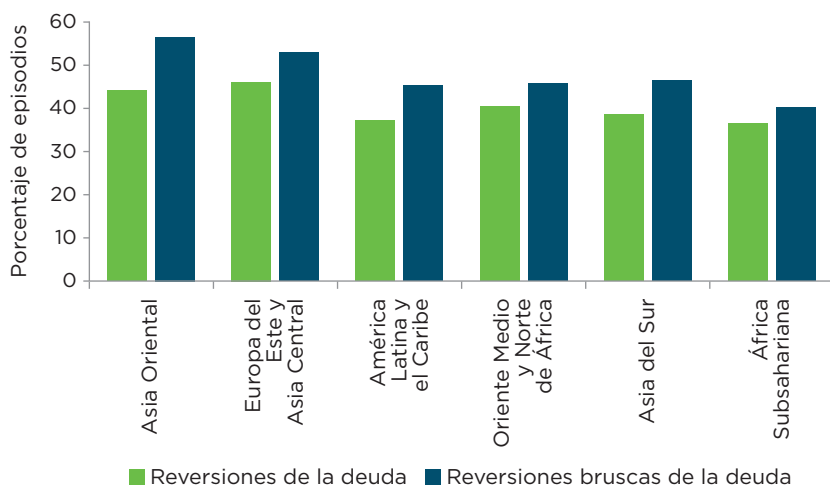
Los cambios en la trayectoria de la deuda son más probables cuando los niveles iniciales de deuda son elevados y los regímenes de tipo de cambio son intermedios (ni fijos ni plenamente flotantes). También son más probables en países con un PIB per cápita más alto.

Como en el caso de los episodios de reducción de la deuda, la inflación es el principal motor de los cambios de la trayectoria de la deuda. Sin embargo, el crecimiento y los superávits primarios son casi tan importantes como la inflación para cambiar la trayectoria de la deuda. En América Latina y el Caribe, más del 60% de los cambios en la trayectoria de la deuda se pueden atribuir parcialmente a uno de estos dos elementos.

El lado social

¿Hay costos sociales vinculados a los episodios de reducción de la deuda? Específicamente, ¿las políticas de reducción de la deuda influyen en el desempleo y la desigualdad del ingreso?

Se trata de una pregunta fundamental por al menos dos motivos. En primer lugar, cuando un responsable de las políticas debe decidir si

Gráfico 9.11 Cambio en la dinámica de la deuda por región

Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI) y los Indicadores del Desarrollo Mundial.

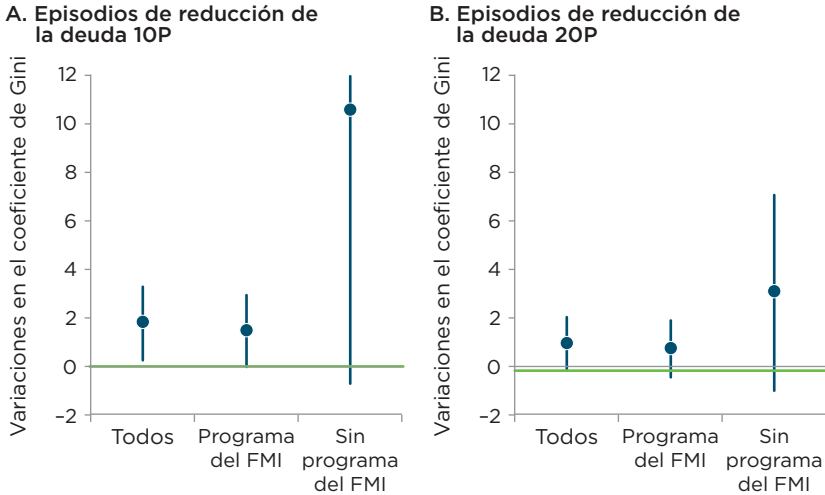
Nota: Este gráfico representa la proporción de periodos de cinco años con un crecimiento negativo de la deuda que fueron precedidos por periodos de cinco años con un crecimiento positivo de la deuda (reversiones de la deuda) o con un crecimiento de la deuda superior a 10 (reversiones bruscas de la deuda).

adoptar un determinado conjunto de políticas destinadas a reducir la deuda pública, tiene que evaluar los costos y beneficios de dichas políticas, incluidos sus efectos en la desigualdad del ingreso y en el desempleo. En segundo lugar, las políticas con grandes efectos secundarios sociales negativos tienen más probabilidades de ser revertidas y menos probabilidades de producir reducciones de la deuda duraderas.

Un ejercicio econométrico sugiere que los episodios de reducción de la deuda 10P se asocian con un aumento del índice de Gini de casi 2 puntos (panel A del gráfico 9.12). Si bien el coeficiente es estadísticamente significativo, no es demasiado grande. En América Latina y el Caribe, el índice de Gini oscila entre 40 (Uruguay) y 57 (Suriname). Un cambio de 2 puntos en este índice no alteraría drásticamente la distribución del ingreso en América Latina. La presencia de un programa del FMI parece mitigar los efectos de desigualdad de los episodios de reducción de la deuda 10P.²¹ Otros episodios de reducción de la deuda más pequeños (20P) no están correlacionados significativamente con cambios en el índice de Gini.

²¹ No obstante, nótese que en la muestra total el 80% de los episodios de reducción de la deuda 10P coincide con un programa del Fondo Monetario Internacional (FMI); en la muestra con datos sobre la desigualdad, el 95% de los episodios 10P se solapan con un programa del FMI.

Gráfico 9.12 Episodios de reducción de la deuda y desigualdad



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos del WEO (FMI), los Indicadores del Desarrollo Mundial y CEDLAS.

Nota: Este gráfico muestra una correlación entre episodios de reducción de la deuda y cambios en el índice de Gini ante la presencia o ausencia de programas del FMI. Los puntos son estimaciones puntuales y los picos, intervalos de confianza del 95%.

El tipo de episodio de reducción de la deuda también es importante. Las contracciones fiscales se suelen asociar con aumentos de los impuestos y recortes del gasto. Estas políticas tienen que ser diseñadas cuidadosamente y centrarse en eliminar subsidios a los no pobres, así como en los gastos tributarios ineficientes y otros gastos regresivos. Si no sucede esto, se puede generar un aumento de la desigualdad. Existe cierta evidencia que indica que las contracciones fiscales no son regresivas: las reducciones de la deuda impulsadas por un superávit se asocian con una disminución del índice de Gini. Si bien el coeficiente no es estadísticamente significativo, esta conclusión contradice la hipótesis de que las reducciones de la deuda impulsadas desde lo fiscal traen aparejadas consecuencias distributivas negativas.²²

Como la inflación es regresiva, los episodios de reducción de la deuda impulsados por la inflación pueden incrementar la desigualdad. Los episodios asociados con el crecimiento del PIB deberían ya sea reducir (si el crecimiento

²² Si bien sería interesante estudiar también la composición del ajuste (impulsada por los ingresos versus el gasto), los datos son insuficientes para llevar a cabo este ejercicio. Para una exploración de los efectos de la composición de los ajustes fiscales, véase Alesina, Favero y Giavazzi (2019).

es a favor de la población pobre) la desigualdad o no alterarla.²³ Los resultados de una regresión apoyan esta idea: la desigualdad aumenta con las reducciones de la deuda impulsadas por la inflación y disminuye con las impulsadas por el crecimiento, aunque no de manera significativa.

En cuanto al desempleo, existe una correlación negativa entre cambios en la tasa de desempleo y los episodios de reducción de la deuda, pero esta correlación es menor cuando el país participa en un programa del FMI. Con respecto al tipo de episodio de reducción de la deuda, el desempleo disminuye significativamente más en las reducciones de la deuda impulsadas por el balance primario y el crecimiento. El hecho de que las reducciones de la deuda impulsadas por el balance primario se asocien con un menor desempleo desafía la idea de que la austeridad es contractiva. Sin embargo, muchos países incluidos en el análisis (especialmente de América Latina y el Caribe) tienen un amplio sector informal. Por lo tanto, puede que el desempleo sea un indicador débil del bienestar en países donde la mayoría de las personas trabaja, pero lo hace en empleos informales.

La tarea nunca es fácil

Un mensaje clave de este capítulo es que la prevención es preferible al remedio. La reducción de la deuda no es fácil, y lograrla sin grandes disrupciones económicas asociadas con una alta inflación o una reestructuración propiamente dicha resulta incluso más complejo. La primera prioridad para los responsables de las políticas debería ser evitar los picos de la deuda.

De todos modos, algunos países consiguieron reducir la deuda sin recurrir a la inflación o al incumplimiento del pago. La política fiscal por sí sola rara vez tiene éxito, ya que son pocos los países capaces de mantener grandes superávits fiscales durante largos períodos (Jamaica constituye una excepción en la región), y el buen crecimiento por sí solo tampoco es suficiente. Sin embargo, una política fiscal prudente que acompañe los períodos de buen crecimiento económico puede dar sus frutos. La clave es evitar la tentación de adoptar una política procíclica, y mantener una posición fiscal prudente cuando la economía está creciendo. Los países también deben ser cautelosos con una restricción fiscal agresiva que, si tiene como resultado la intolerancia a la austeridad, puede traer aparejado un gran costo político y generar una política fiscal procíclica.

Un largo período de superávits estables y moderados es preferible a una terapia de shock (Cottarelli, 2012). También se deben evitar los “esqueletos en el clóset”, que puede tener como resultado explosiones

²³ El crecimiento normalmente no aumenta la desigualdad (Dollar y Kraay, 2002).

de la deuda asociadas con reconciliaciones de *stock-flow* positivas más adelante (Banco Mundial, 2021). La presencia de instituciones presupuestarias y de un reporte de la deuda que sean transparentes también puede contribuir a reducir este riesgo. Las reglas fiscales y las instituciones presupuestarias ayudan en dos sentidos. Primero, al limitar la acumulación de la deuda reducen la necesidad de un episodio de reducción de la misma (capítulo 4). En segundo lugar, si un episodio de reducción de la deuda se vuelve necesario, es más probable que sea impulsado por el crecimiento o la política fiscal que por la inflación o el incumplimiento del pago.

Un banco central independiente y creíble también puede resultar útil; si las expectativas inflacionarias están bien ancladas, los aumentos temporales de la inflación pueden contribuir a reducir el ratio deuda/PIB sin conducir a altas tasas de interés nominales. Sin embargo, los países deben tener cuidado al utilizar esta herramienta. La credibilidad que tanto cuesta ganar puede perderse fácilmente. Si la inflación persiste y las expectativas se desanclan, la inflación ya no será efectiva para reducir la deuda y el proceso de desinflación puede entonces ser costoso en términos de crecimiento y de niveles de deuda. Sin embargo, si las expectativas permanecen ancladas, lo que demuestra credibilidad en el banco central y la meta de inflación a mediano plazo, un aumento de esta última con bajas tasas de interés nominales puede impulsar la reducción de la deuda.

Reestructuración de la deuda soberana: la necesidad de un nuevo enfoque

Ante el shock de la COVID-19, los gobiernos aprobaron paquetes fiscales excepcionales para ayudar a los hogares y a las empresas a enfrentar una contracción económica sin precedentes. Actualmente, este aumento fiscal está despertando inquietudes a propósito de una ola inminente de incumplimiento de la deuda soberana. La base de datos de incumplimiento soberano del Banco de Canadá-Banco de Inglaterra indicó un brusco aumento de los impagos de la deuda soberana en 2020 por un valor superior a US\$400.000 millones, y Standard & Poor's asignó un récord de siete calificaciones de impago de la deuda soberana para dicho año.¹ Desde entonces, la invasión rusa de Ucrania, los bruscos aumentos de la energía y de los precios de los alimentos, la inflación y las tasas de interés globales en alza han añadido más incertidumbre.

El impago de la deuda soberana y la reestructuración de la deuda son temas polémicos en la teoría y en la práctica. Cuando un gobierno pide prestado dinero, promete pagar según los términos de un acuerdo. Para los fines de este capítulo, la reestructuración de la deuda es un cambio en esos términos para reducir o aplazar las obligaciones del prestatario y disminuir el valor presente de lo reclamado para el prestamista.² Las reestructuraciones pueden producirse sin que se haya dejado de hacer un pago, o después de un período de incumplimiento en el marco del acuerdo. Las definiciones de impago varían. Winkler (1999) enumera 15 posibles maneras en que se puede producir un incumplimiento soberano, en función del diseño del instrumento de

¹ Fuentes: Base de datos de incumplimiento soberano del Banco de Canadá-Banco de Inglaterra (nótese que la definición de impago varía según los tipos de acreencias de esta base de datos) y Standard & Poor's (2021).

² El valor de la deuda pendiente normalmente se considera en términos de valor presente. Esta definición excluye las operaciones de gestión de pasivos que puedan cambiar los términos sin pérdida del valor para los acreedores.

crédito.³ Las agencias de calificación crediticia tienden a asignar calificaciones de impago a prestatarios que dejan de hacer pagos o buscan una reestructuración de la deuda para evitar dejar de pagar (una reestructuración forzosa), aun cuando sea consensuada.⁴

El impago y la reestructuración de la deuda pública no son nuevos. Como se señalaba en el capítulo 9, la inflación ha sido uno de los principales métodos de reducción de la deuda, aunque no funciona para la deuda externa que se paga en divisas. Los incumplimientos se han documentado desde la Grecia antigua, a lo largo de la Edad Media y en la Era Moderna.⁵ No existe un régimen internacional de bancarrota para los Estados soberanos; sin embargo, estos pueden emitir deuda bajo las leyes de las jurisdicciones nacionales y de múltiples jurisdicciones extranjeras. Buchheit (2013) observa que los Estados soberanos que se endeudan en el extranjero son “particularmente vulnerables y están particularmente protegidos” en el sentido de que en general es fácil obtener un fallo judicial contra un Estado soberano que ha caído en impago, pero suele ser difícil conseguir que se pague lo que se debe.⁶ Los tribunales nacionales tienden a tener un poder de ejecución limitado sobre los gobiernos extranjeros, y los activos soberanos pueden estar explícitamente protegidos bajo la ley nacional e internacional. Aun así, algunos acreedores se especializan en encontrar mecanismos para perturbar los flujos comerciales o financieros de un gobierno soberano con el fin de que se ejecute el pago.⁷ Este

³ Las agencias de calificación normalmente definen un impago como un cambio en los términos del crédito que disminuye su valor para los acreedores, aun cuando esos cambios sean acordados por los propios acreedores.

⁴ Por ejemplo, Standard & Poor's utiliza una calificación D si el impago se produce sobre la mayoría de lo reclamado, y de SD si el impago se produce sobre acreencias seleccionadas, y afirma que una reestructuración forzosa se considera un impago. Fuente: Global Ratings en www.spglobal.com. Moody's califica según la probabilidad de pérdida económica para el prestamista (probabilidad de impago multiplicada por las pérdidas en caso de impago) y asigna una calificación de Ca si el prestatario se encuentra en incumplimiento o tiene probabilidades de ello, pero hay alguna perspectiva de recuperación del principal y los intereses. Por otro lado, se suele asignar una calificación C cuando el prestatario se encuentra en impago y hay escasa perspectiva de recuperación. Las definiciones están disponibles en www.moody.com.

⁵ Véanse Winkler (1999); Reinhart y Rogoff (2011), y Eichengreen et al. (2019). Aun así, también ha habido numerosos ejemplos de incumplimiento de las obligaciones locales, lo cual no se cubre en detalle en este capítulo (véase Reinhart y Rogoff, 2008).

⁶ Véase Buchheit (2013: 107).

⁷ Un ejemplo pintoresco es el de un fondo de cobertura que en 2012 solicitaba al gobierno de Ghana confiscar el buque escuela de la Armada Argentina (véase *Financial Times*, 2012).

intento de coerción puede tener como resultado un tipo de juego del gato y el ratón en tribunales de todo el mundo entre acreedores que presionan a los gobiernos soberanos para que paguen y gobiernos soberanos que reclaman inmunidad.⁸

Normalmente, la forma de reestructuración depende del instrumento que se reestructure, y este, a su vez, puede depender del tipo de acreedor. Como se señala en el capítulo 6, los países de ingresos medios y altos tienden a deber una parte más importante de su deuda a los acreedores comerciales, y los bonos suelen ser el instrumento elegido. Los países de ingresos bajos tienden a deber una parte más grande de su deuda a prestamistas oficiales, incluidos los bancos nacionales públicos, las agencias de crédito a la exportación y las instituciones financieras internacionales. Sin embargo, en la década de 2000 muchos países de ingresos bajos y medio-bajos comenzaron a emitir más deuda comercial, alentados por una amplia liquidez internacional y bajas tasas de interés. Otro cambio significativo es el que se ha producido en la fuente de los préstamos: la mayor parte de los préstamos bilaterales oficiales solían provenir masivamente de los países del G7, todos miembros del Club de París, mientras que actualmente hay más préstamos procedentes de China y de otros prestamistas que no pertenecen al Club de París.⁹ También se ha vuelto más difícil distinguir entre préstamos oficiales y préstamos comerciales, ya que las instituciones de propiedad estatal (o incluso los gobiernos) están estructurando más habitualmente sus préstamos a otros gobiernos (o empresas de propiedad estatal) como préstamos comerciales. La comercialización de la deuda, los paquetes de la deuda y las garantías ofrecidas por los acreedores oficiales sobre los préstamos comerciales oscurecen aún más cualquier clasificación sencilla. Debido a todos estos factores, la composición de los acreedores en diferentes países se ha vuelto más rica y más difusa.

La respuesta internacional a la pandemia incluyó tanto los fondos nuevos para todos los países en desarrollo como las iniciativas de suspensión

⁸ Puede que los acreedores “disidentes” no deseen perturbar una reestructuración de la deuda a menos que puedan aprovecharse de las concesiones de los acreedores que cooperan (véase más adelante un debate más detallado sobre la dinámica de la disidencia).

⁹ El Club de París comenzó a reunirse en los años cincuenta y el Tesoro francés funcionaba como Secretaría. Sus miembros permanentes son 22 economías, en su mayoría de altos ingresos. Rusia y Brasil son miembros, pero China, India y los países del Golfo no, aunque son importantes prestamistas de los países de ingresos bajos y medios. Los no miembros pueden participar en las negociaciones de forma individual. Véase Club de París, Miembros Permanentes: <https://clubdeparis.org/en/communications/page/permanent-members>.

de la deuda destinadas en gran parte a los países de bajos ingresos. Los desembolsos acelerados de las instituciones financieras internacionales y las asignaciones extraordinarias de los derechos especiales de giro (SDR, por sus siglas en inglés) aportaron fondos frescos,¹⁰ mientras que la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI, por sus siglas en inglés) permitió que 73 países elegibles de bajos ingresos postularan para una pausa en los pagos a los prestamistas bilaterales oficiales con vencimiento entre mediados de 2020 y finales de 2021. Se presentaron y recibieron ayuda 48 países.¹¹ El sucesor de la DSSI, el Marco Común para el Tratamiento de la Deuda más allá de la DSSI (en adelante, Marco Común), añadió un proceso de coordinación más estructurada de los acreedores, modelado a partir de ciertos aspectos del Club de París. Desde el lanzamiento de la iniciativa en noviembre de 2020, tres países de bajos ingresos requirieron ayuda al Marco Común, y lo hicieron a partir de septiembre de 2022.

Entre tanto, los países de ingresos medios, e incluso algunos países de ingresos altos, se han enfrentado a severos problemas económicos. Gran parte de los recientes avances en la arquitectura de reestructuración de la deuda relevante para ellos se ha centrado en las reformas de los contratos de bonos. Si bien la evidencia circunstancial sugiere que estas reformas contribuyen a reducir los problemas de disidencia en la reestructuración, han dejado sin abordar importantes problemas de reestructuración (FMI, 2020).¹²

Este capítulo analiza la evolución de la reestructuración de la deuda, con foco en los países de ingresos medios de América Latina y el Caribe. Destaca el rol prominente de la región en la evolución de los instrumentos de reestructuración de la deuda soberana, ya que América Latina y el

¹⁰ La asignación de los derechos especiales de giro (SDR, por sus siglas en inglés) ascendió a US\$650.000 millones, y la mayoría se distribuyó en las economías de altos ingresos con cuotas del Fondo Monetario Internacional (FMI) más grandes. El Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Reducción de la Pobreza y el Fideicomiso de Resiliencia y Sostenibilidad (RST) permiten alguna reasignación y los debates continúan sobre los mecanismos alternativos para reasignar los Derechos Especiales de Giro (véase, por ejemplo, la propuesta del Banco Africano de Desarrollo para utilizar los SDR como capital híbrido: <https://www.afdb.org/en/news-and-events/interviews/leveraging-power-special-drawing-rights-how-developed-countries-can-help-boost-africas-development-51910>).

¹¹ De la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI, por sus siglas en inglés) participaron cuatro países del Caribe: Dominica, Granada, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas. Los países elegibles que decidieron no participar son Guyana, Haití, Honduras y Nicaragua.

¹² Se trata de Chad, Etiopía y Zambia. En octubre de 2022, ninguno había completado todavía el proceso de tratamiento de la deuda. Aproximadamente en el mismo momento, en América Latina y el Caribe, reestructuraron su deuda Argentina, Barbados, Belice, Ecuador y Suriname.

Caribe ha sido pionera en numerosas innovaciones transaccionales e institucionales en este ámbito.¹³ Desde comienzos de los años ochenta, la región ha cumplido un papel crucial en el desarrollo de la arquitectura de reestructuración de la deuda soberana. En virtud de la importancia de las instituciones, sería útil contar con un mecanismo regional para mejorar la coordinación. Este mecanismo podría basarse en la rica historia de la región, en la infraestructura institucional existente y en la experiencia en la coordinación regional.

Reestructuración de la deuda soberana: una breve historia

En la Era Moderna, los Estados soberanos casi siempre pagaban sus deudas según lo prometido.¹⁴ Este resumen se centra en los casos poco frecuentes en los que un Estado soberano no paga completamente y a tiempo, y cuando la perturbación provoca cambios en los plazos del pago de la deuda. Estas reestructuraciones de la deuda han formado parte del panorama de la deuda soberana a lo largo de la historia (véase Reinhart y Rogoff, 2011). La literatura económica tiende a definir como impago cualquier reestructuración que tenga como resultado un valor presente menor para los acreedores, independientemente de que un ente soberano haya realmente dejado de pagar o no.¹⁵

De los bancos a los bonos

En los años setenta, los bancos comerciales concedieron préstamos a las economías en desarrollo junto con prestamistas bilaterales y multilaterales oficiales. La crisis de la deuda de los años ochenta fue un proceso largo, y la respuesta inicial se limitó a aplazar los pagos negociados sin recortes del principal. Esto les dio tiempo a los bancos acreedores para acumular capital a fin de soportar las pérdidas, pero contribuyó a una década perdida de crecimiento y desarrollo en América Latina y el Caribe. La solución de dicha crisis a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa implicó reemplazar los préstamos de los bancos con bonos comercializables con un descuento, lo que luego impulsó un mercado emergente

¹³ En un estudio reciente sobre impagos de los bonos soberanos que se remontan a 1815, la región experimentó el récord nada envidiable del mayor número de eventos de crédito (Meyer, Reinhart y Trebesch, 2022).

¹⁴ Desde el año 2000, el número de impagos de la deuda soberana ha sido de un promedio del 1,2% al año en aquellos países con una calificación crediticia de Standard & Poor's (véase Standard & Poor's, 2021).

¹⁵ Véase Abbas, Pienkowski y Rogoff (2019), capítulo 7.

de bonos. Si bien muchos bancos participaron en el mercado en los años ochenta, el crecimiento del mercado de bonos implicó un conjunto de acreedores aún más amplio, más diverso, disperso y dinámico, y puso en primer plano los problemas de coordinación de los acreedores (Cavallo, Fernández-Arias y Powell, 2014; Mitchener y Trebesch, 2021).

Existe amplia literatura en economía orientada a entender cómo puede existir un mercado de deuda soberano, cuándo puede producirse la reestructuración de la deuda y, si es así, como se puede resolver.¹⁶ La literatura reciente se ha centrado principalmente en la deuda bajo la forma de bonos. Gran parte de este trabajo intenta explicar ciertas regularidades empíricas. Se ha prestado menos atención a si los mecanismos existentes para reestructurar la deuda tienen como resultado importantes pérdidas innecesarias (de “peso muerto”) y si puede haber nuevas técnicas o mecanismos útiles.

Costos y retrasos

Varios autores sugieren que las reestructuraciones de la deuda tardan demasiado y que pueden ser costosas.¹⁷ Benjamin y Wright (2009) sostienen que el retraso promedio (el tiempo transcurrido desde que un país entra en impago y el momento en que sale de esa calificación) es superior a ocho años. En este tipo de estimaciones, que dependen crucialmente de definiciones y de la muestra en cuestión, el diablo está en los detalles. Empleando la base de datos de Cruces y Trebesch (2013) y las definiciones ahí comprendidas, y excluyendo las reestructuraciones de la Iniciativa para los Países Pobres muy Endeudados (PPME) y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (IADM), el retraso estimado es inferior a tres años, con algunos casos atípicos destacados que inciden en el promedio.¹⁸

Aproximadamente la mitad de todas las reestructuraciones de la deuda son preventivas, concluidas sin ningún evento de impago (véase Asonuma y Trebesch, 2016). Las organizaciones internacionales tienden a recomendar esta vía, ya que las reestructuraciones preventivas se asocian con menores costos (de peso muerto); sin embargo, resulta difícil decir si esto se debe a la negociación acelerada en sí o a una mayor certidumbre

¹⁶ Muchos documentos de este tipo se basan en Eaton y Gersovitz (1981); Arellano (2008), y Aguiar y Gopinath (2006).

¹⁷ Véanse, por ejemplo, FMI (2013); Benjamin y Wright (2009); Ghosal y Miller (2015).

¹⁸ La Iniciativa de los Países Pobres Muy Endeudados (PPME) y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (ADM) acordaron una reducción de la deuda con 36 países de ingresos bajos (véase FMI, 2019).

(en las circunstancias económicas, políticas o legales) que luego permiten a las partes alcanzar un acuerdo preventivo rápido (véanse FMI, 2013; Pitchford y Wright, 2012).

Los retrasos se pueden producir por varios motivos. Si las condiciones económicas de un ente soberano a futuro son altamente inciertas y proyecta dudas sobre su compromiso de honrar cualquier nuevo acuerdo de deuda, puede que un acuerdo nuevo que se sostenga a lo largo del tiempo no sea posible sin más información (Bi, 2008; Benjamin y Wright, 2009). La crisis de la COVID-19 dejó algunas renegociaciones de la deuda en suspenso, debido a la incertidumbre en torno a la pandemia. Las renegociaciones de la deuda en Ecuador y Suriname son dos ejemplos (Clark et al., 2021). Si a este panorama de polarización política se suman elecciones generales, puede que los acreedores decidan esperar para negociar con el gobierno nuevo. Lo mismo puede ocurrir si se prevé que habrá información sobre el valor de reservas de recursos naturales recién descubiertas.

Puede que un gobierno también se retrase por otros motivos. Es posible que aplase una reestructuración política o económicamente costosa esperando que le favorezca la suerte; al mismo tiempo, puede pedir prestado a tasas cada vez más altas, tomando decisiones políticas cada vez más riesgosas. En la literatura económica, esto se denomina “apostar por la resurrección”, y es un concepto bien conocido en el ámbito de la banca. Si llega la buena suerte y se evita la reestructuración, esta estrategia puede considerarse un éxito, pero puede muy bien acabar cargando sobre la población mayores costos económicos y legar a los gobiernos sucesores las dificultades políticas, de mercado y de políticas de reestructuración.¹⁹

Problemas de coordinación

Las fallas de coordinación entre los acreedores pueden perjudicar la solución de las crisis de la deuda. Como se señala más adelante, el prolongado incumplimiento de Argentina en 2001-02 fue el más grande y complejo de la historia en aquel momento, con la tenencia de numerosos instrumentos por parte de diversos acreedores en todo el mundo. Los temores de disrupciones debidas a la litigación de “disidentes” pareció exacerbar los problemas de coordinación.²⁰ La teoría sugiere que un acreedor relativamente pequeño y paciente puede esperar hasta que el resto de las partes

¹⁹ En el contexto soberano, véanse, por ejemplo, Powell (2002) para el caso de Argentina, y Schmid (2016) para Jamaica. En el contexto de la banca, Dewatripont y Tirole (2012) sostienen que el rol de la regulación bancaria es impedir esta conducta.

²⁰ Véanse Schumacher, Trebesch y Enderlein (2021), y Alfaro (2014).

llegue a un acuerdo con el soberano para demandarlo con el fin de conseguir mejores términos (Pitchford y Wright, 2012; Ghosal y Miller, 2015). Esta estrategia es particularmente atractiva si los acreedores disidentes pueden amenazar con imponer grandes costos al ente soberano, como impedir pagos de la deuda a nuevos acreedores o a acreedores que decidan participar en la reestructuración.

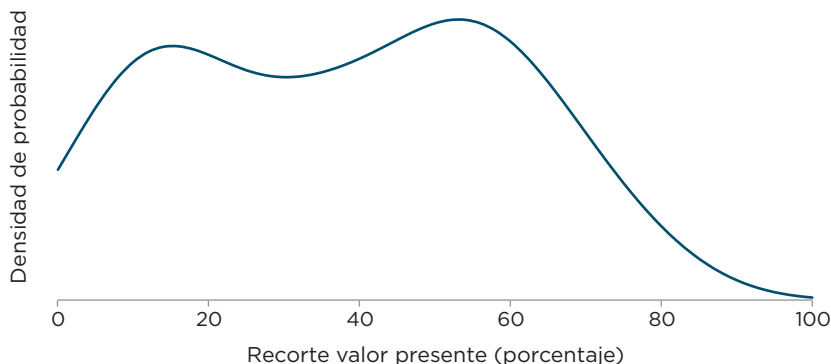
Aun así, Bi, Chamon y Zettelmeyer (2016) señalan que la mayoría de las reestructuraciones, sobre todo en la época posterior al Plan Brady, han sido relativamente rápidas y que, en su conjunto, la coordinación de los acreedores fue “el problema que no existió”. Si se examina detenidamente, la mayor parte de las reestructuraciones (y casi todas las preventivas) son lo que se ha denominado “reperfilaciones”: en otras palabras, aplazan los vencimientos de la deuda y proporcionan liquidez, pero con un recorte nominal de cero. Por lo tanto, puede que reduzcan el valor presente, pero no el valor nominal (dólar) de la deuda. En términos más generales, Mariscal et al. (2015) sugieren que los acreedores se enfrentan a una elección: pueden optar por una reperfilación relativamente rápida y menos costosa (con solo un pequeño recorte del valor presente) o intentar negociar un recorte más profundo y entonces enfrentarse a negociaciones más extensas y onerosas, con mayores divisiones entre los acreedores y con potenciales litigios.

Resulta significativo que la distribución de los recortes esté sesgada a la izquierda y parezca bimodal (véase el gráfico 10.1, que ilustra la distribución de probabilidad en la reestructuración de los bonos). En otras palabras: más reestructuraciones tienen recortes relativamente bajos (valor presente) y relativamente pocos casos asumen recortes más profundos, por ejemplo, del 60%.²¹ Aproximadamente las dos terceras partes de todas las reestructuraciones tienen un recorte cero del principal con un recorte del valor presente mediano del 22%.

Una reperfilación relativamente rápida puede proporcionar un beneficioso alivio temporal de liquidez. El lado negativo es que quizá no resuelva el problema subyacente. Mariscal et al. (2015) destacan la cantidad de reestructuraciones (una segunda que sigue rápidamente a una primera) y sugieren que es más probable una reestructuración después de una reperfilación que luego de una reestructuración con un recorte más profundo

²¹ Parece razonable suponer que las dificultades económicas tendrían una distribución normal en casos de países independientes; por lo tanto, si la distribución de recortes está sesgada hacia cero, puede que esto refleje algo a propósito del proceso o de los costos de la reestructuración más que del alcance del problema que debe solucionarse (Powell, 2011).

Gráfico 10.1 Distribución de la probabilidad de recortes del valor presente en las reestructuraciones de bonos



Fuente: Estimaciones del equipo del BID con datos de la actualización de 2014 de la base de datos publicada con Cruces y Trebesch (2013).

Nota: La medida del valor presente se basa en la metodología de Sturzenegger y Zettelmeyer (2008). La distribución se presenta utilizando una estimación kernel de la densidad basada en un kernel gaussiano y un ancho de banda de 0,1.

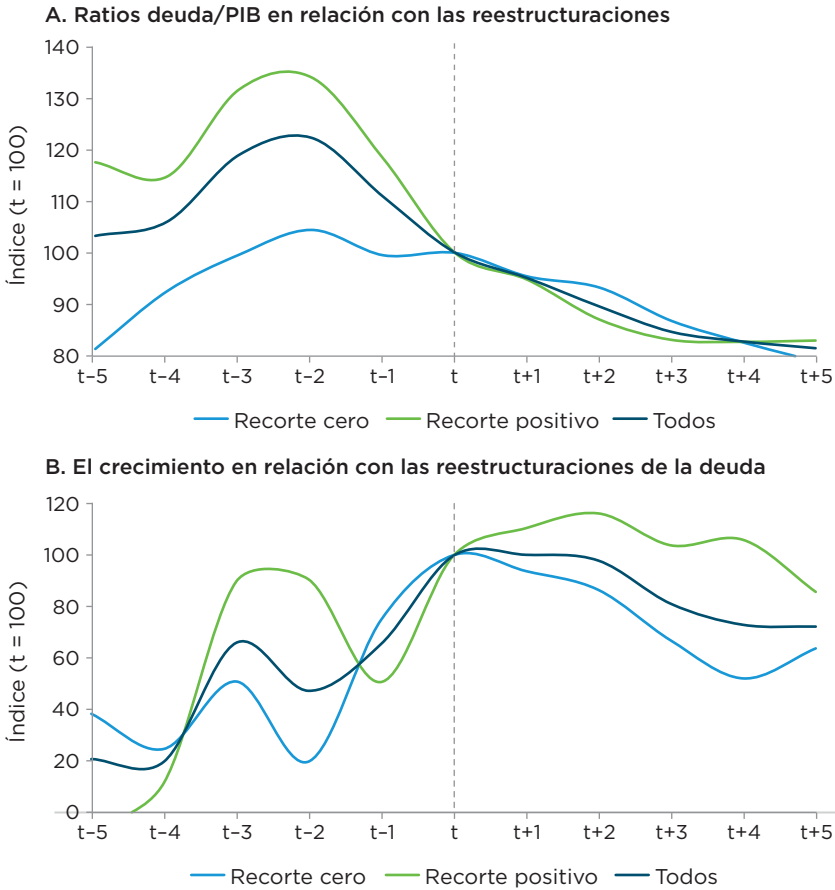
del valor presente. Esto suscita una pregunta más general: ¿tienen éxito las reestructuraciones de la deuda, no solo en el sentido estrecho de llevar a cabo un trato sino en reducir los ratios de deuda, restablecer el crecimiento o recuperar el acceso al financiamiento?

En el capítulo 9 se señaló que había relativamente pocos episodios importantes (percentil 10 o 20) de reducción de la deuda asociados con reestructuraciones de la misma, y que las reestructuraciones de la deuda eran solo rara vez un motor para reducir la deuda. El panel A del gráfico 10.2 muestra que no es de extrañar que los ratios de deuda aumenten antes de una reestructuración y luego caigan de manera significativa, cuando se produce un recorte nominal. Sin embargo, la mayoría de las reestructuraciones son reperfilaciones en las que, una vez más, no es sorprendente que el aumento de la deuda sea menor y que los ratios de la deuda en promedio vuelvan a disminuir al nivel de unos años antes de que se finalizara la reperfilación.

El éxito de reestructurar con recortes nominales para disminuir los ratios de la deuda también puede deberse a un mayor crecimiento (véase el panel B del gráfico 10.2). En el caso de la reperfilación, el crecimiento aumenta cuando finaliza la reestructuración, pero luego vuelve a caer considerablemente.

En su conjunto, los indicios pueden sugerir que la coordinación fue *el problema que no existió*, aunque estos hechos estilizados suscitan una visión alternativa: indirectamente, los problemas de coordinación, asociados a la

Gráfico 10.2 ¿Tienen éxito las reestructuraciones de la deuda?



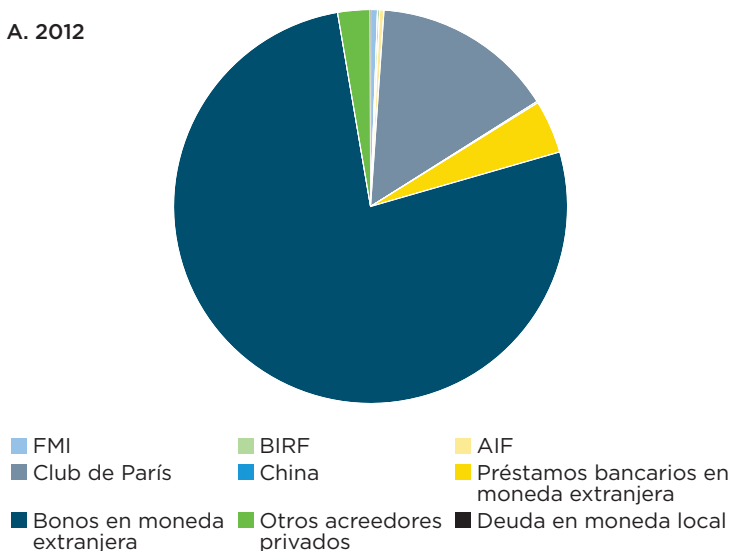
Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en el WEO (FMI) y Cruces y Trebesch ((2013).
Nota: Quedan excluidas las reestructuraciones financiadas por donantes (Iniciativa de los Países Pobres Muy Endeudados). Los recortes cero y positivos se refieren a recortes del valor nominal. El eje x es en años y t se define como el año en que se finalizó la reestructuración.

amenaza de largas disputas legales y extensas dilaciones, pueden empujar a los Estados soberanos, deseosos de mantener su reputación, a buscar una reperfilación relativamente rápida que proporcione alivio temporal, pero que puede no crear las condiciones para un crecimiento sostenido, y a la que luego deban seguirle otras reestructuraciones. Debido al pequeño tamaño de las muestras y las características particulares de cada evento, la dificultad estriba en elegir entre estas perspectivas concurrentes.

El debate en relación con la coordinación de los titulares de bonos se intensificó durante los problemas legales de Argentina. Aunque se formularon

varias propuestas, el resultado en términos de innovación arquitectónica se redujo a adoptar términos del contrato que facilitan las enmiendas por mayoría, es decir, cláusulas de acción colectiva (CAC). Las CAC establecen un proceso para una fracción de los acreedores por encima de un umbral especificado con el fin de modificar los términos financieros de un contrato de bonos y vincular a los acreedores restantes. Las versiones más recientes permiten la agregación (*pooling*) de los votos de los titulares de bonos en múltiples emisiones de bonos. Las cláusulas reducen los riesgos de litigación por disidencia y permiten recortes sobre la deuda en bonos para aproximarse más a la ayuda requerida para restablecer el crecimiento.²² Aun así, la manera en que se han usado ha sido polémica, y no se han abordado asuntos más amplios de coordinación de los acreedores. A medida que la base de acreedores se ha vuelto más diversa (véase el gráfico 10.3),²³ los retos de coordinación de los acreedores han ido mucho más allá de asegurar mayorías titulares de bonos para superar el umbral de una determinada CAC.

Gráfico 10.3 Aumento de la diversidad de la deuda impaga



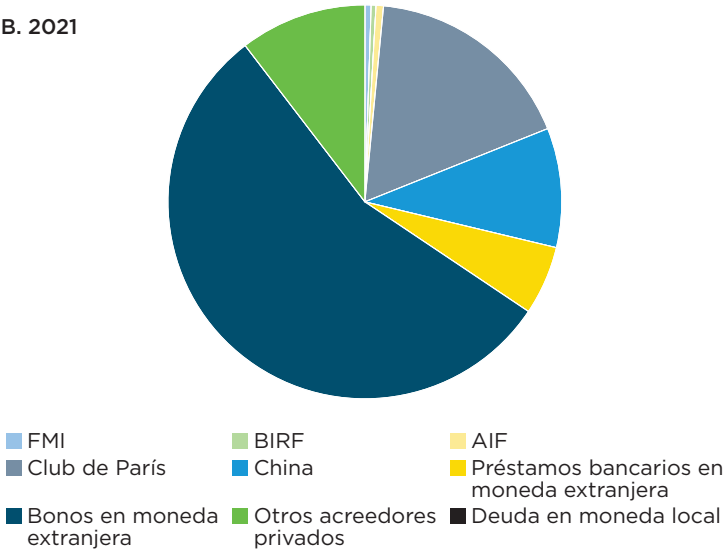
(continúa en la página siguiente)

²² Yue (2010) sugiere que el tamaño del recorte debería aumentar con el tamaño de la deuda impaga.

²³ La base de datos conjunta sobre la deuda soberana del Banco de Canadá-Banco de Inglaterra tiene una definición amplia de impago, la cual, por ejemplo, incluye como incumplimiento los pagos atrasados de la deuda a las instituciones financieras internacionales (véase el capítulo 7 para más detalles sobre el rol de los acreedores oficiales).

Gráfico 10.3 Aumento de la diversidad de la deuda impaga (continuación)

B. 2021



Fuente: Datos de Impago de la Deuda Soberana del Banco de Canadá-Banco de Inglaterra (edición de 2022).

Nota: Estos dos gráficos ilustran los volúmenes de 2012 y 2021 de la deuda impaga definida por esta base de datos. Se excluye la categoría “otros acreedores oficiales”.

El problema del parasitismo no se limita a los titulares de bonos. Actualmente se debate si se deben incluir disposiciones para el voto de la mayoría en los contratos de préstamo. Debido a los incentivos para aprovecharse, las innovaciones contractuales pueden surgir continuamente, de modo que los acuerdos posteriores sobre cláusulas estándar incluidas en los contratos para mejorar la coordinación siempre pueden parecer estar un paso por detrás. Por lo tanto, la coordinación en un nivel más alto entre las partes interesadas sería útil al menos para monitorear estos acontecimientos a medida que ocurran.

Reestructuración de la deuda: América Latina y el Caribe, una región pionera

Sin duda se puede sostener que la arquitectura institucional de la reestructuración de la deuda soberana actualmente debe más a América Latina y el Caribe que a cualquier otra región. En efecto, como se detalla en esta sección, la mayoría de las principales innovaciones de los procesos de reestructuración fueron probados en América Latina y el Caribe. La pandemia ha generado nuevos problemas para todos los países, pero

las necesidades más urgentes han centrado la mayor parte de la atención en los países vulnerables de ingresos bajos. Entretanto, América Latina y el Caribe ha seguido innovando. Un foro regional para complementar las iniciativas existentes podría aprovechar este conocimiento y esta experiencia, y ayudaría a mejorar la coordinación.

Los años ochenta: una década perdida, pero una nueva arquitectura encontrada

A comienzos de los años ochenta, decenas de países de todo el mundo estaban sumidos en las dificultades de la deuda a medida que las tasas de interés globales se disparaban, el valor del dólar escalaba y los precios de las materias primas caían. En agosto de 1982, México intentó renegociar sus préstamos sindicados con cientos de bancos comerciales (Kraft, 1984), lo que marcó la primera de una avalancha de crisis que tuvo a América Latina en el epicentro. Casi una década después, la región fue la primera en superar la crisis e inició la recuperación en los países emergentes del mercado de bonos. Los principales eventos de los años ochenta fueron los siguientes:

- Club de París: alivio del valor presente neto (VPN), elaboración de los principios de condicionalidad y comparabilidad.
- Club de Londres: comité consultivo de bancos, VPN y reducción del principal.
- Plan Baker.
- El Fondo Monetario Internacional (FMI) asume un rol de coordinación central.
- Litigios que marcan precedentes.
- Los bonos Brady y más allá.
- Instrumentos de deuda dependiente del Estado y de recuperación de valor.
- El FMI concede préstamos a países con atrasos.

En la década de 1980, el Club de París emergió después de tres decenios de relativa inactividad. La deuda soberana de América Latina representó más del 40% de la deuda tratada en los años ochenta. A pesar de representar un porcentaje relativamente pequeño de las acreencias totales, el Club de París desempeñó un papel fundamental en la solución de la deuda de la región (Cheng, Díaz-Cassou y Erce, 2016).

El proceso del Club de Londres surgió para abordar el formidable desafío de la coordinación de los acreedores bancarios. Brasil y México tenían cada uno cientos de acreedores de bancos comerciales. Los

bancos como grupo no contaban con suficiente capital ni reservas para préstamos incobrables para absorber pérdidas, y dependían de la indulgencia regulatoria. Esto alimentó temores de contagio, limitó las opciones de reestructuración de los bancos y otorgó a los gobiernos de las economías avanzadas (principalmente el G7) un rol en el proceso (Cline, 1995).

Los comités consultivos de bancos se habían utilizado en los años setenta, por ejemplo, en Jamaica y Perú (Devlin y Ffrench-Davis, 1995), y se convirtieron en el principal mecanismo de coordinación entre los bancos comerciales. El Club de Londres fue una expresión algo confusa para designar el proceso del comité, porque no había una organización de los miembros. La práctica consistía en replicar la organización del comité en diferentes países prestatarios. Los comités consultivos de bancos fueron efectivos gracias a la homogeneidad de los acreedores.

El Plan Baker (octubre de 1985) contemplaba menores pagos de intereses vinculados a ajustes estructurales en 15 países altamente endeudados, entre ellos 10 de América Latina, a cambio de US\$9.000 millones en préstamos adicionales del Banco Mundial y US\$20.000 millones de los bancos comerciales a lo largo de tres años. Los gobiernos de América Latina sostuvieron que esto era demasiado poco, en virtud de la profundidad de la crisis. Los deudores y acreedores trabajaron en un repertorio creciente de técnicas de reestructuración innovadoras, entre ellas, los acuerdos de recompra de la deuda con descuento, el *swap* de deuda por capital y el canje de la deuda por medidas de protección ambiental, así como las conversiones de la deuda.²⁴

Al comienzo de la crisis, el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) movilizó apoyo de liquidez de corto plazo para los bonos soberanos en estado crítico, esperando una pronta recuperación (Truman, 2021), pero cuando la magnitud de los problemas se hizo visible, el rol del FMI creció (Boughton, 2012). Los acreedores del Club de París y de Londres vincularon las concesiones a programas de ajuste macroeconómico. Al mismo tiempo, la insistencia del FMI en financiar garantías y su rechazo inicial a tolerar retrasos en los pagos fortaleció a los acreedores. Hacia finales de los años ochenta, los acreedores se habían aliado en grupos relativamente cohesionados, lo que permitió al FMI buscar garantías financieras de manera relativamente eficiente.

La crisis condujo a litigios en torno a la deuda que sentaron precedentes. Para los gobiernos de América Latina y el Caribe, que se

²⁴ Las recompras de deuda se volvieron polémicas y desataron un debate fascinante. Con foco en América Latina, Bulow y Rogoff (1989) sostuvieron que había normalmente mejores maneras para que el prestatario utilizara recursos valiosos.

endeudaron principalmente en el mercado de Nueva York, una sucesión de decisiones de las cortes federales de Estados Unidos estableció el marco legal para los préstamos soberanos, aclarando y a veces cambiando las reglas. La jurisprudencia emanada de las querellas de los acreedores contra Argentina, Brasil, Costa Rica, Nicaragua y Perú, entre otros países, determinó que: i) los préstamos soberanos extranjeros constituían una actividad comercial que ponía a los soberanos bajo la jurisdicción de los tribunales de Estados Unidos; ii) los inversionistas que hubiesen comprado con descuento podrían recuperar totalmente en pie de igualdad con los prestamistas originales; iii) el comité internacional no protegía a los Estados soberanos de las demandas de cobro de la deuda, y iv) los acreedores minoritarios que disintieran no podrían impugnar un voto de reestructuración basado en principios generales, como la buena fe entre acreedores.²⁵ Hacia mediados de los años noventa, se había vuelto relativamente fácil demandar a un Estado soberano en un tribunal extranjero, pero no tanto cobrar según lo que dictaba la sentencia del juicio.

La mayoría de los activos soberanos que se podían utilizar para cumplir con un juicio se encontraban ya sea dentro de las fronteras del prestatario o detrás de un muro de inmunidad que protegía los activos del banco central, la propiedad diplomática y las instalaciones militares. Los acreedores disidentes con sentencias falladas recorrieron el mundo en busca de activos soberanos que embargar o intentaron mantener al deudor fuera de los mercados globales. Al comienzo de la crisis, la mayor parte de la deuda soberana extranjera era supuestamente no segura, no subordinada y calificada en igualdad de condiciones (o *pari passu*) con una deuda situada de manera similar. Los contratos de préstamo con los bancos comerciales normalmente lo explicitaban. Los deudores habitualmente prometían

²⁵ Véase, por ejemplo, *Argentina vs. Weltover, Inc.*, 504 U.S. 607 (1992) (los tribunales de Estados Unidos tienen jurisdicción sobre los bonos bajo la jurisdicción nacional pagables en el estado de Nueva York; la emisión de bonos es una actividad comercial fuera del alcance de la inmunidad soberana); *Allied Bank Int'l vs. Banco Crédito Agrícola de Cartago*, 733 F.2d 23, 1984 U.S. App. LEXIS 23237 (2d Cir. 1984) (disponible en LEXIS pero eliminado del vínculo Federal Reporter 2d), vacante, 757 F.2d 516 (2d Cir. 1985) (rechaza doctrinas de comité y acto de Estado como defensas del impago de la deuda soberana); *Elliott Assocs. vs. Banco de la Nación*, 194 F.3d 363 (2d Cir. 1999) (elimina efectivamente la defensa Champerty en la deuda soberana); *CIBC Bank y Trust Co. (Cayman) vs. Banco Cent. do Brasil*, 886 F. Supp. 1105 (S.D.N.Y. 1995) (limita los derechos entre acreedores y rechaza el argumento de que las entidades del sector público que tienen deuda pública brasileña deberían ser excluidas en un voto de los acreedores sobre la base de principios de buena fe).

tanto a los acreedores públicos como privados no asumir nueva deuda de rango superior o garantizada.²⁶

Después de casi una década de indulgencia regulatoria y persuasión moral para acumular capital y reservas, las condiciones estaban maduras para buscar una solución más sostenible. En marzo de 1989 se anunció el Plan Brady, y así se inauguró una nueva era del mercado de bonos en las economías emergentes. Empezando por México, los bancos intercambiaron préstamos con dificultades a tasa flotante por bonos a tasa fija a largo plazo. Los intercambios de deuda del Plan Brady aportaron bonificación de intereses y capital caso por caso utilizando un menú a la medida de estructuras de transacción, normalmente una mezcla de bonos a la par y con descuento. Los valores de cupón cero del Tesoro de Estados Unidos garantizaron los pagos del principal que vencían unos 20 años después; los valores de corto plazo de alto grado garantizaron parcialmente dos a tres pagos de intereses. Los prestatarios financiaron las cuentas de garantías con el FMI y otros apoyos oficiales.

También en 1989 el FMI empezó a tener en cuenta los pagos atrasados de la deuda de los bancos comerciales como parte del paquete de financiamiento para sus programas. La política denominada “préstamos a países con atrasos” despojó a los bancos de la facultad de bloquear los programas nacionales. Sin embargo, la política excluía los pagos morosos a los acreedores oficiales, en cuyo caso el FMI teóricamente podía obtener garantías de financiamiento del Club de París, y los pagos retrasados de los bonos, que se consideraban demasiado problemáticos (o, en el caso del Plan Brady, sencillamente equivocados) para reestructurar.

Los bonos Brady contribuyeron a catalizar el reingreso en el mercado, pero rápidamente perdieron popularidad. Debido a su intrincado diseño y a los acuerdos de garantías, era difícil valorarlos, pesaban en la liquidez del mercado y no favorecían el desarrollo de una curva de rendimiento clara. A medida que caían las tasas de interés, los prestatarios se apresuraban a retirar los bonos Brady para comprar valores de deuda no asegurados a tasa fija.

Aun así, los bonos Brady dejaron un impacto duradero. También introdujeron los instrumentos de deuda contingente y de recuperación de valor, como las garantías del precio del petróleo en México y Venezuela, los pagos vinculados a una cesta de ingresos de las exportaciones en

²⁶ Como se señala en el capítulo 7, el FMI y los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) más establecidos fueron tratados como acreedores preferenciales y no participaron de las reestructuraciones de la deuda; normalmente eran excluidos de esas promesas.

Uruguay y los pagos vinculados al producto interno bruto (PIB) en Costa Rica (Buchheit et al., 2019).

Los años noventa: la crisis mexicana

Los años noventa marcaron el lanzamiento del mercado de bonos de los mercados emergentes en tiempos modernos, y unos pocos años después nació una nueva era de reestructuración de los bonos. A continuación, se detallan los eventos principales:

- Reestructuración de bonos de amplia difusión.
- Propuestas para CAC.
- Dos reformas importantes del Club de París (reducción de la deuda y comparabilidad de los bonos).
- Ampliación de los préstamos del FMI a países con atrasos.
- Nuevas herramientas de supervisión del cumplimiento.
- Más experimentación con el canje de la deuda por medidas de protección ambiental.

El Plan Brady reforzó activamente la percepción de que la reestructuración de bonos de amplia difusión sería difícil, sobre todo porque los acreedores eran muchos, estaban ligeramente regulados y se hallaban extensamente dispersos. Para modificar los términos del pago de los bonos emitidos en Nueva York, normalmente se requería un consenso unánime, lo cual hacía que la reestructuración se volviese potencialmente más onerosa. La crisis de México en 1994-95 se centró en los tesobonos nacionales indexados por el dólar, no en los bonos internacionales. Sin embargo, el temor generalizado a un impago desordenado de los bonos y el contagio del mercado contribuyeron a movilizar un paquete de rescate multilateral sin precedentes en aquellos años.

La reacción política contra los “rescates” y a favor de la “participación del sector privado” generó innovación. Los responsables de las políticas se unieron rápidamente detrás de dos enfoques: quiebra soberana basada en tratados y reforma de los contratos (Eichengreen y Portes, 1995; Grupo de los Diez, 1996). Ambos suscitaron objeciones por motivos de riesgo moral del deudor.²⁷ De los dos enfoques, la quiebra basada en tratados se consideró menos favorable para el mercado, con problemas potenciales

²⁷ Por otro lado, el riesgo moral del acreedor disminuiría si los rescates fueran creíblemente excluidos.

de implementación;²⁸ se pugnó para contar con el apoyo de los gobiernos de los mercados emergentes y de Estados Unidos (Setser, 2010; Hagan, 2005). Las iniciativas de reforma de los contratos se centraron en propuestas de CAC en el Estado de Nueva York; habían sido la norma en Londres desde el siglo XIX.

En los años noventa, el Club de París puso en marcha dos importantes reformas: permitió las reducciones reales de la deuda (la comparabilidad en el tratamiento se amplió a los bonos en 1999, anteriormente considerados demasiado complicados para tocarlos) y avaló la iniciativa PPME para los países de ingresos bajos.²⁹ Una declaración de una cumbre del G7 aclaró que la comparabilidad debía regir para toda la deuda soberana, excepto para los acreedores multilaterales preferenciales. La comparabilidad emergió como un principio fundamental para promover la equidad entre los acreedores.

El FMI también amplió su política de prestar a países con atrasos para incluir deuda en bonos en 1998, y luego afinó su enfoque en 1999 y 2002, cuando empezó a exigir un compromiso de buena fe de los deudores con los acreedores (FMI, 2003). De esta manera, si bien el Club de París podía deshacer el alivio de la deuda bilateral oficial ante la falta de cooperación de los titulares de bonos,³⁰ el FMI relajó la presión sobre los prestatarios para seguir pagando la deuda en bonos. Los pagos morosos podían ocupar el lugar de las garantías de financiamiento, siempre que los deudores y acreedores estuvieran comprometidos en diálogos de buena fe.

En el año 2000, Ecuador fue el primer país en reestructurar bonos Brady emitidos previamente. La operación de Ecuador fue pionera en una herramienta nueva de supervisión del cumplimiento, importando las cláusulas de consentimiento de salida de los intercambios de bonos corporativos a los soberanos (Buchheit y Gulati, 2000). Las cláusulas de consentimiento de salida aprovecharon el hecho de que los requisitos de conformidad unánime de los acreedores en el mercado de Nueva York regían solo para modificar los plazos de pago de los bonos; cambiar el resto requería una mayoría simple.³¹ La ley vigente, la obediencia de la

²⁸ La propuesta del mecanismo de reestructuración de la deuda soberana del FMI generó una crítica particularmente severa por conflictos potenciales entre los intereses del Fondo como acreedor preferencial, árbitro de la sostenibilidad de la deuda y centro administrativo de un régimen en quiebra, incluso después de que la propuesta hubiera sido modificada para minimizar su rol.

²⁹ A comienzos de 1999, el Club de París condicionó su apoyo a Pakistán y Ucrania a la reestructuración de los bonos.

³⁰ La amenaza demostró ser teórica, no se deshizo ninguna reestructuración motivada por ella.

³¹ Los bonos soberanos que se rigen por la legislación inglesa han incluido disposiciones de enmiendas de la mayoría desde finales del siglo XIX (Buchheit y Gulati, 2002).

jurisdicción, las excepciones de inmunidad, las cotizaciones en bolsa y otros términos esenciales para el cumplimiento de los contratos y la liquidez de los bonos podían ser eliminados de los antiguos bonos por parte de titulares de bonos que cooperaban a medida que licitaban sus bonos antiguos en un canje forzoso. Los disidentes potenciales se arriesgaban a quedarse con bonos ilíquidos y prácticamente de cumplimiento no ejecutable. Estas y otras innovaciones transaccionales, como los umbrales de participación mínima, incentivaron la colaboración de los acreedores y facilitaron que la reestructuración de los bonos se volviera ubicua (Bi, Chamon y Zettelmeyer, 2016).³²

Los años noventa marcaron el comienzo de una nueva era en los litigios de la deuda soberana centrados en herramientas de supervisión del cumplimiento. Los casos contra Nicaragua y Perú de Elliott Associates en 1998 y 1999 utilizaron la promesa de igual calificación (*pari passu*) en sus contratos de préstamos bancarios para exigir una recuperación completa del valor nominal y bloquear los pagos de la deuda recién reestructurada. A diferencia de los casos de los años ochenta, que establecieron la responsabilidad del gobierno y los derechos de los acreedores para demandar en tribunales extranjeros, estos se centraron directamente en la supervisión del cumplimiento. Con pocos activos disponibles para satisfacer los juicios de los acreedores, la supervisión era indirecta: implicaba encontrar maneras creativas de presionar al gobierno para llegar a un acuerdo que conservara el acceso al mercado (tanto Perú como Nicaragua llegaron a un acuerdo). Después de que un tribunal comercial de Bruselas bloqueara los pagos de Perú en Euroclear siguiendo la teoría del cumplimiento *pari passu*, los observadores de algunos participantes criticaron públicamente las tácticas de los acreedores; sin embargo, los incentivos de los deudores para llegar a un acuerdo retrasaron cualquier resolución judicial significativa del asunto.

Los años noventa también implicaron más experimentación con el canje de la deuda por medidas de protección ambiental, principalmente

³² Cuando un deudor soberano anuncia que solo procederá con una reestructuración de los bonos si logra un umbral de participación mínima (por ejemplo, el 90% del principal pendiente), asegura a los titulares de bonos participantes que la operación produciría un cierto nivel de alivio de la deuda, con un alcance limitado para el parasitismo. Estos umbrales mínimos de participación son específicos de las operaciones de reestructuración y se anuncian a la par que ellas. No requieren que se incluya ningún plazo particular en el contrato de deuda *ex ante*. En cambio, las cláusulas de acción colectiva (CAC), que permiten a las mayorías de acreedores modificar los plazos de pago de los bonos a pesar de las objeciones de la minoría, deben estar en el contrato de deuda antes de la reestructuración.

en América Latina y el Caribe (véase Sheikh, 2018). Estas operaciones solían adoptar una de dos formas. De acuerdo con la primera de las modalidades, una organización no gubernamental (ONG) conservacionista —a veces con apoyo del gobierno de Estados Unidos— compraba deuda privada o soberana oficial con un descuento y la cancelaba con la condición de que el deudor comprometiera fondos en moneda local, superiores al valor de la compra de la ONG, con los grupos y proyectos locales de conservación. En cuanto a la segunda forma, Estados Unidos u otro país acreedor reemplazaría la deuda oficial bilateral existente con un nuevo acuerdo que requería que el deudor realizara pagos de intereses en un fondo con fines de conservación.³³ Un estudio de 2018 estimó que los canjes de la deuda por medidas de protección ambiental generaron más de US\$500 millones para la conservación desde 1987 y que con la utilización del segundo modelo se lograba incluso más alivio de la deuda con un mayor impacto ambiental.

La crisis de Argentina y los eventos anteriores a la pandemia

El impago de Argentina acaecido en 2001-02 fue el mayor incumplimiento registrado hasta esa fecha. Las largas negociaciones de reestructuración con los acreedores extranjeros fueron inusualmente polémicas, y generaron numerosas demandas y nuevas ideas sobre los contratos de bonos. Si bien se rechazó la propuesta del equipo del FMI para un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM, por sus siglas en inglés), se desplegaron nuevas CAC y los acontecimientos institucionales de Irak y Europa provocaron un debate más amplio. Las diversas reestructuraciones de la deuda local generaron nuevas ideas sobre la globalización de los mercados y, a medida que el debate sobre el clima se volvió más encendido, los instrumentos contingentes del Estado para el clima se tornaron más populares. Los eventos desde el año 2000 hasta la pandemia de la COVID-19 han sido los siguientes:

- La crisis de 2001-02 y la reestructuración de Argentina.
- Una propuesta de SDRM concreta.
- Las CAC como la nueva moda favorable al mercado.
- Litigios contra Argentina: *pari passu* e intereses legales.
- CAC de rama única de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés) agregadas.
- Reestructuración de Irak y protección de activos.

³³ Por ejemplo, la Iniciativa de Conservación de los Bosques Tropicales.

- Reestructuración de la deuda nacional.
- Deuda contingente del Estado (clima).

La crisis de Argentina de 2001-02, la salida de la convertibilidad, la devaluación y la pesificación asimétrica forzada generaron una profunda recesión y una crisis financiera.³⁴ El último acuerdo con el FMI (agosto de 2001) antes del impago reconoció que se requería una reestructuración de la deuda, pero dio escasas indicaciones de cómo había que llevarla a cabo.³⁵ Argentina tardó más de tres años en producir su primera oferta a los acreedores en 2005, y otros cinco años más para la formulación de una segunda oferta, que aumentaba las tasas de participación de los acreedores por encima del 90%. Algunos acreedores que rechazaron las ofertas de Argentina procedieron a presentar miles de denuncias y a buscar activos argentinos en todo el mundo.

El debate de dos años sobre la posibilidad de un SDRM basado en tratados (Krueger, 2001, 2002; FMI, 2003; Hagan, 2005) también comenzó en 2001 y tuvo como resultado una propuesta institucional específica y detallada. El entonces Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Paul H. O'Neill, abogó por una quiebra soberana inmediatamente después de aprobar el programa del FMI para Argentina en 2001, en un esfuerzo para reducir los grandes paquetes de rescate de dicha institución. Debido a la resistencia política y del mercado, las propuestas subsiguientes fueron reducidas a poco más que un voto readaptado de los tenedores de bonos de la mayoría, hasta que eventualmente el proyecto se archivó.

Las CAC ganaron popularidad como instrumento para alcanzar una reestructuración eficiente y ordenada y, en opinión de algunos, para minimizar la necesidad de grandes rescates. En febrero de 2003, México se convirtió en el primer emisor soberano en Nueva York en adoptar las CAC, con un umbral de enmienda del 75%. Entre tanto, la crisis argentina se había propagado a Uruguay y llevó al gobierno a lanzar una reperfilación del bono en conjunto con un programa del FMI. Uruguay introdujo CAC con votos agregados en una serie múltiple de toda su deuda nueva. Bajo los contratos nuevos, si los titulares del 85% del principal de todos los bonos afectados y los titulares de dos terceras partes del principal de una única serie de bonos afectada votaba a favor de modificar los plazos del pago, la enmienda sería efectiva para esa serie por encima de las objeciones de la tercera parte restante. Los titulares de bonos en general podrían

³⁴ Sobre la crisis de Argentina, véanse, por ejemplo, Cline (2003); Powell (2002); FMI (2004).

³⁵ Sobre este aspecto, véase Mussa (2002).

efectivamente primar sobre los votos de una minoría grande de titulares de bonos de una única emisión.

La avalancha de demandas judiciales contra Argentina abarcó un conjunto diverso de reclamantes, desde grandes fondos de Estados Unidos hasta jubilados italianos, así como fondos de cobertura especializados en activos problemáticos. Hacia marzo de 2005, los acreedores de Argentina instaron a que se bloqueara su mercado de bonos y las predicciones de una perturbación generalizada ya no parecían tan inverosímiles (Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2021; Makoff y Weidemaier, 2022). Hay dos aspectos que merecen una mención especial: el uso exitoso que hicieron los acreedores de la cláusula *pari passu* como herramienta de supervisión del cumplimiento, y el empleo estratégico de intereses legales antes de un juicio en Nueva York para aumentar las recuperaciones de un subconjunto de acreedores.

Los tribunales federales de Estados Unidos acordaron con los acreedores disidentes que la cláusula *pari passu* en los bonos impagos de Argentina prometían un pago proporcional —un concepto de flujo— más que una distribución proporcional en una hipotética liquidación de activos. Para hacer respetar sus órdenes, los tribunales impidieron que Argentina pagase a sus acreedores participantes y nuevos hasta que saldara todo lo adeudado a los acreedores disidentes.³⁶ Los mandatos judiciales de pagos proporcionales (tasables) debían parte del impacto de sus políticas y de mercado a la ubicuidad de la cláusula *pari passu* en los contratos de deuda soberana. A pesar de las protestas de los querellantes y de los tribunales de que Argentina era único, la mayoría de los bonos soberanos activos en los mercados financieros internacionales tenían los mismos contratos y podían encontrarse en riesgo de impago debido a esta medida. Exponer a los fideicomisarios, a los agentes fiscales, a los bancos depositarios y a la infraestructura de pagos internacionales a demandas legales en Nueva York limitó poco a poco la capacidad de Argentina para obtener préstamos en los mercados internacionales (Levine, 2015). Las decisiones de los tribunales de Estados Unidos redujeron considerablemente la aplicación de la cláusula *pari passu*, pero solo después de que Argentina y sus acreedores disidentes hubiesen llegado a un acuerdo.³⁷

Además, algunos acreedores esperaron para presentar una demanda sobre una parte de sus títulos de bonos hasta el último momento posible,

³⁶ Las cortes de apelaciones observaron que la adopción generalizada de CAC excluiría el uso similar de la cláusula *pari passu* en el futuro, quizá suponiendo (incorrectamente) que las CAC garantizaban el éxito de un voto de reestructuración.

³⁷ Aunque el alcance del uso futuro de la cláusula *pari passu* para cobrar la deuda soberana se ha reducido, la herramienta sigue estando teóricamente disponible para los acreedores disidentes en casos excepcionales (definido esto vagamente).

aprovechando las tasas de interés legales del 9% fijadas en Nueva York a comienzos de los años ochenta y que estaban en vigencia antes del juicio. En algunos casos, esto multiplicó las recuperaciones de los acreedores y ayudó a financiar grandes gastos legales (Makoff y Weidemaier, 2022). El canje de deuda de Argentina realizado en 2016 pagó a los acreedores disidentes (de 2005 y 2010) más de US\$10.000 millones para resolver todas las demandas judiciales.

Las cuestiones planteadas por el “caso del siglo” argentino suscitaron debates sobre cómo cambiar los contratos de bonos. Mientras en los tribunales se libraban las batallas de la cláusula *pari passu* y Grecia se tambaleaba al borde del impago, la ICMA se alió con los funcionarios bilaterales y multilaterales para poner en marcha una versión más sólida de las CAC que permitiera a los deudores soberanos agrupar varias series de bonos con una votación agregada de rama única de la CAC, a condición de que acataran las salvaguardias para proteger de posibles abusos a las minorías de acreedores.³⁸ El paquete de reformas de los contratos incluía una nueva versión de la cláusula *pari passu*, que rechazaba la interpretación de pago proporcional. Estos hechos coincidieron con la crisis de la deuda de la zona del euro (véase el recuadro 10.1), que subrayó la necesidad de la agregación de rama única.

Una vez más, México fue uno de los primeros países en adoptar el nuevo modelo de CAC y cláusulas *pari passu*, en noviembre de 2014, y comenzó a utilizar una estructura de fideicomiso de bonos para reforzar la coordinación.³⁹ El modelo de CAC de la ICMA, publicado en 2015, reforzó el mecanismo de agregación de dos ramas, introducido por Uruguay en 2003, de modo que una sola serie que no recibiera más del 50% de los votos de los titulares de bonos bloquearía la reestructuración de todas las series del grupo.⁴⁰ Cuando en 2016 Argentina logró emerger tras 14 años de impago, adoptó la última versión de las CAC de la ICMA junto con la agregación de dos ramas en sus instrumentos de salida.

Si bien aquí se ha hecho hincapié en los cambios en la arquitectura de la reestructuración de la deuda, impulsados por los acontecimientos en

³⁸ Las salvaguardias incluían información adicional, un umbral de supermayoría del 75% y el requisito de que cualquier votación de rama única fuera “uniformemente aplicable”, ofreciendo las mismas condiciones de reestructuración o menú de condiciones a todos los titulares de bonos afectados.

³⁹ La Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) acabó publicando dos versiones de sus CAC para los contratos de legislación inglesa (2014) y los de legislación neoyorquina (2015).

⁴⁰ En Uruguay en 2003, y en la versión inglesa de las CAC de la ICMA en 2014, una serie disidente podía abandonar y dejar que el resto siguiera con la reestructuración. Esto se convirtió en un desafío para Argentina y Ecuador en 2020.

Recuadro 10.1 Arquitectura de reestructuración de la deuda griega y europea

En 2010, los crecientes problemas fiscales de Grecia pusieron en duda la capacidad del gobierno para pagar sus deudas. Al igual que otros países de la zona del euro, Grecia se había endeudado casi totalmente en euros bajo su propia legislación, pero también tenía algunos bonos regidos por las legislaciones inglesa, suiza y japonesa. Los bonos de la legislación inglesa ya contaban con cláusulas de acción colectiva (CAC) de primera generación “serie por serie”, pero carecían de capacidad de agregación.

La perspectiva de una reestructuración de la deuda impulsó a los formuladores de políticas públicas europeos a adoptar, en sus valores de deuda local, CAC agregadas, modificadas al estilo de Uruguay, de “dos ramas”, pero esto no sucedió lo suficientemente a tiempo para Grecia. Cuando Grecia puso en marcha su reestructuración en 2012, utilizó la legislación nacional de forma retroactiva para insertar en sus bonos de legislación griega un mecanismo de enmienda por mayoría agregada de un solo paso (“rama única”), con lo cual logró efectivamente la plena participación de los titulares de bonos nacionales (Zettelmeyer, Trebesch y Gulati, 2013). Sin embargo, los titulares de US\$5.000 millones en sus bonos de legislación inglesa movilizaron suficientes votos para bloquear la reestructuración de su serie y se les canceló la totalidad adeudada. El éxito de los acreedores disidentes demostró las fallas de las CAC que operan serie por serie contra los disidentes decididos junto con las virtudes relativas de la agregación de una rama única, y —al mismo tiempo— suministró información sobre la siguiente ronda de reformas de la arquitectura de la deuda.

América Latina y el Caribe, las crisis en otras partes del mundo sugirieron nuevas posibilidades. Un ejemplo interesante es el de Irak, país que, tras la caída de Saddam Hussein, trató de reestructurar aproximadamente el mismo *stock* de deuda que Argentina (véase el recuadro 10.2).⁴¹ Pese a que en su momento recibió poca atención por parte de los medios de comunicación, el blindaje de activos de Irak fue lo más cerca que estuvo la comunidad internacional de proteger la quiebra soberana en un marco de derecho internacional público.⁴² La experiencia de Irak pone de manifiesto el potencial de un enfoque legislativo cuando existe la voluntad política de avanzar en esa dirección.

⁴¹ Un segundo ejemplo es el del marco legal aprobado en Estados Unidos para hacer frente a la deuda de los territorios de ultramar de ese país, como Puerto Rico.

⁴² Es posible que su bajo perfil en cuanto a la deuda soberana se deba a la conexión con el conflicto militar y el cambio de régimen (Gelpern, 2005).

Recuadro 10.2 Protección de activos de Naciones Unidas en Irak

La reestructuración de la deuda de Irak se desarrolló más o menos en paralelo con el caso del siglo en Argentina y con el debate de las CAC frente al mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM, por sus siglas en inglés), e introdujo un instrumento distinto desde el punto de vista cualitativo en las herramientas de reestructuración: una protección de derecho internacional público para los activos de los deudores. El 22 de mayo de 2003 el Consejo de Seguridad de Naciones Unidas votó a favor de bloquear el acceso de los acreedores al petróleo de Irak y a los beneficios de su venta y, lo que es crucial, Estados Unidos y Reino Unido adoptaron medidas internas para implementar la resolución del Consejo de Seguridad. Más tarde prolongaron estas medidas más allá de la fecha de expiración de la resolución (Bolton et al., 2020; Buchheit y Gulati, 2019). A diferencia de las CAC, la protección de activos excedió la tarea de facilitar un proceso de reestructuración sin complicaciones. A medida que la táctica de cobro *pari passu* ganaba adeptos, la medida de Naciones Unidas dificultaba mucho más el cobro a los acreedores disidentes. A diferencia de las iniciativas de reforma de los contratos, la resolución del Consejo de Seguridad no modificó los contratos, sino que los anuló.

La reestructuración en tiempos de la COVID-19

América Latina y el Caribe ha seguido innovando con las reestructuraciones de la deuda en la era de la COVID-19 en presencia de CAC de nueva generación y está buscando nuevas formas de vincular el alivio de la deuda con el cambio climático y la protección del medio ambiente. Además, los nuevos acreedores, aparte de los miembros tradicionales del Club de París y de las técnicas de coordinación de los titulares de bonos, han introducido nuevos desafíos.

Experiencia con las cláusulas de acción colectiva de nueva generación

Argentina y Ecuador se convirtieron en los primeros países en probar las últimas CAC de la ICMA en 2020.⁴³ Las reestructuraciones de ambos países se cerraron a los pocos meses de haberse anunciado y de haber conseguido una participación de acreedores superior al 90% (un 98% en el caso de Ecuador y un 94% en el de Argentina). Para sorpresa de los

⁴³ Fang, Schumacher y Trebesch (2021) encontraron 16 reestructuraciones de bonos internacionales entre 1994 y el inicio de la COVID-19 que utilizaron CAC, incluidos tres en América Latina y el Caribe. Ninguna de las 16 utilizó la CAC de la ICMA 2014-15.

analistas y observadores de políticas, ninguno de los dos gobiernos optó por utilizar sus cláusulas de agregación de rama única, al parecer porque el diseño de instrumentos de salida “uniformemente aplicables” para atraer al 75% de los acreedores que poseían una variedad de bonos en todo el espectro de vencimientos era más difícil que cumplir con los umbrales de votación inferiores al 50% por serie en el procedimiento de dos ramas.

Ambos países introdujeron nuevas técnicas transaccionales para evitar que una serie disidente bloqueara una votación agregada de dos ramas, pero esto generó controversias con los acreedores.⁴⁴ Las nuevas CAC ofrecieron a los prestatarios mayor flexibilidad para adaptar las ofertas a las diversas preferencias de los acreedores, y dejaron margen para que estos exigieran nuevas salvaguardias como condición para participar. Los contratos se adaptaron de forma dinámica. No obstante, algunos acreedores se quejaron de que la flexibilidad era totalmente unilateral y se utilizaba en su contra. Aún no se sabe si la nueva generación de CAC y las salvaguardias adoptadas en Argentina y Ecuador serían aceptadas, ignoradas o perfeccionadas en nuevas emisiones. La experiencia de la reforma de los contratos, hasta la fecha, apunta a ciclos repetidos de innovación en respuesta a los shocks.

Préstamos de China: el caso de Ecuador

Cuando Ecuador entró en reestructuración en 2020, la deuda ascendía al 64% del PIB. Los bonos representaban algo menos de la mitad del *stock* de deuda externa del gobierno. Los préstamos chinos, procedentes en gran parte de los bancos públicos y vinculados con proyectos petroleros, de infraestructura y otros proyectos comerciales, equivalían a alrededor del 16%. Después de la reestructuración de los bonos, Ecuador obtuvo un Servicio Ampliado del FMI (SAF) y llegó a un acuerdo para reprogramar más de US\$800 millones en pagos de la deuda de aquellos préstamos que vencían en 2020 y 2021 con el Banco de Desarrollo de China y el Banco Ex-Im de China. Cerca de dos años después, en septiembre de 2022, otro acuerdo redujo las tasas de interés y reprogramó los pagos a los mismos prestamistas.⁴⁵

La experiencia pone de manifiesto la creciente complejidad de la reestructuración de la deuda soberana en los países de ingresos medios, donde una parte de la deuda puede estar garantizada y quedar fuera del ámbito de aplicación del Club de París (aunque se encuentre formalmente sujeta a

⁴⁴ Las acciones controvertidas incluyeron, por un lado, la reorganización de los bonos en diferentes grupos, después de que se hubieran emitido los votos (redesignación) y, por el otro, repetidas votaciones de los inversionistas a fin de absorber más series de bonos disidentes (De La Cruz y Lagos, 2021; Clark et al., 2021).

⁴⁵ Véase FMI (2022) y *Financial Times* (2022).

la comparabilidad del trato), lo cual no siempre es totalmente transparente para todos los acreedores y en cuyo caso no es fácil recurrir a la utilización de herramientas contractuales de última generación como las CAC.

La vinculación entre deuda y cambio climático

La creciente toma de conciencia sobre las vulnerabilidades en materia de deuda y clima ha motivado tanto a los gobiernos como al mercado y a las partes interesadas de la sociedad civil a tratar de encontrar formas para abordar ambos problemas. La región estuvo a la vanguardia de los *swaps* de la deuda por medidas de protección ambiental a finales de los años ochenta y noventa y, por lo tanto, cuenta con una amplia experiencia en este tipo de transacciones. No es de extrañar que América Latina y el Caribe se haya mantenido al frente de la innovación en este ámbito, como lo reflejan los recientes acontecimientos en Barbados y Belice.

En efecto, entre junio de 2018 y diciembre de 2019, Barbados reestructuró US\$5.950 millones en deuda local y más de US\$800 millones en deuda extranjera soberana y con garantía soberana, junto con un SAF. La legislación para actualizar el diseño de los mecanismos de enmienda por mayoría en la deuda de legislación nacional, similar a la reestructuración griega de 2012, pero cuyo alcance llegaba a un conjunto más amplio de instrumentos con umbrales de votación más altos, ayudó al gobierno a asegurar el 97% de participación entre el lanzamiento del intercambio en septiembre y su cierre en noviembre. Los acreedores eran en su inmensa mayoría particulares e instituciones de regulación nacional de Barbados, y el tratamiento se adaptó a sus circunstancias, con una reducción estimada del valor actual de los créditos de entre el 28% y el 76%, y un promedio del 43%. La inclusión de letras del Tesoro a corto plazo y tenencias del banco central fue inusual, pero no pareció tener un impacto adverso importante en la estabilidad financiera nacional (Myrvin, Impavido y van Selm, 2020). Además de la reestructuración nacional, se logró más del 93% de participación en la deuda denominada en dólares estadounidenses según la legislación inglesa, con una reducción estimada del 44% del valor actual de la deuda, y la utilización de CAC de primera generación y cláusulas de consentimiento de salida.⁴⁶

⁴⁶ El uso de cláusulas de consentimiento de salida, fuera del contexto de la deuda en bonos, en un préstamo sindicado de la CSFB fue novedoso y condujo a la plena participación en la reestructuración. La cifra de alivio del VAN para deuda externa supone un factor de descuento del 12% utilizado por las partes. En la deuda local se usó un factor de descuento del 7%. Barbados no reestructuró la deuda multilateral o deuda bilateral oficial, que se situó en torno al 2% del producto interno bruto (PIB). La deuda vinculada a proyectos con el gobierno chino también se excluyó de la reestructuración general.

La nueva deuda emitida en el marco de estos intercambios incluía una cláusula de desastres naturales que abarcaba una amplia gama de sucesos, como huracanes, inundaciones y terremotos, y permitía al gobierno aplazar hasta por dos años los pagos de los instrumentos de salida.⁴⁷ Los montos aplazados se distribuirían de manera proporcional a lo largo del período de reembolso restante, a fin de evitar los picos bruscos de pago. La nueva cláusula emplea los detonantes definidos en la cobertura del Fondo de Seguro contra Riesgos de Catástrofe del Caribe (CCRIF, por sus siglas en inglés). La cláusula de desastres naturales de Barbados introdujo un novedoso mecanismo de anulación, que permitiría a los tenedores del 50% de la deuda pendiente bloquear un aplazamiento de pago (Ho y Crane, 2020). En esta estructura, el ente soberano tiene la iniciativa, pero los acreedores conservan la posibilidad de bloquear la invocación de la cláusula de desastres.⁴⁸

En noviembre de 2021, Belice compró la totalidad de sus “superbonos” pendientes de pago de US\$553 millones, es decir, aproximadamente el 25% de su deuda externa. El superbono en sí mismo era producto de intercambios previos forzosos. La recompra se realizó con un descuento del 45% con los ingresos de un “préstamo azul” de US\$364 millones concedido por The Nature Conservancy.⁴⁹ The Nature Conservancy, una consolidada ONG ambiental, financió a su vez el préstamo con un “bono azul” emitido por una filial con fines especiales.

El préstamo contaba con mejoras crediticias adicionales en la forma de un seguro contra riesgos políticos de la Corporación Financiera de Desarrollo de Estados Unidos y una póliza de seguro paramétrico comercial que cubría el pago de capital e intereses en caso de determinados desastres naturales.

La operación dio lugar a un alivio de la deuda estimado en el 12% del PIB de Belice, y parte de los ahorros se destinaron a dotar un fondo de conservación marina de US\$23,5 millones. El papel central de The Nature Conservancy refuerza la credibilidad de los compromisos de conservación

⁴⁷ Se basan en las cláusulas de los bonos de Granada de 2015 y en las condiciones sugeridas por la ICMA en 2018.

⁴⁸ Desde entonces, Barbados ha puesto en marcha una operación para recomprar hasta US\$150 millones respaldada por una garantía parcial del Banco Interamericano de Desarrollo y The Nature Conservancy. Los ahorros de esta operación se dedicarán a la conservación marina.

⁴⁹ El precio del bono en el mercado secundario pasó de 40 centavos a unos 50 centavos de dólar en agosto de 2021, lo que recuerda el análisis de Bulow y Rogoff (1989) sobre las recompras de deuda. La diferencia en este caso es que el préstamo utilizado para la recompra de la deuda se concedió a tasas de interés favorables al principio, aunque con incrementos a lo largo del tiempo.

del gobierno, que ha puesto bajo protección alrededor del 30% de la superficie oceánica de Belice (The Nature Conservancy, 2022).

La recompra de deuda de Belice adapta innovaciones anteriores realizadas en América Latina que se remontan a la década de 1980. Como se argumenta en Chamon et al. (2022), a medida que una parte de los beneficios de la recompra de la deuda recae en otros acreedores, el atractivo de este tipo de operaciones para el prestatario puede desaparecer y pueden predominar otros mecanismos para proporcionar un alivio de la deuda combinado con nuevos recursos. Pero eso supone que dichos mecanismos sean factibles. Vincular las recompras con objetivos climáticos y ambientales puede atraer a nuevos inversionistas y dar lugar a una operación más ambiciosa. Además, es posible que las alternativas no logren mejorar la transparencia ni la supervisión de los objetivos ambientales de la misma manera. La vinculación de la operación de deuda con los objetivos climáticos y ambientales puede constituir entonces un paquete atractivo, que se vería mejorado por mecanismos que refuercen la credibilidad de futuros objetivos fiscales.

Las reestructuraciones de Barbados y Belice adaptaron innovaciones anteriores para hacer frente a los desafíos actuales en materia de deuda, resiliencia ecológica y conservación del medio ambiente. Es demasiado pronto para evaluar el impacto a mediano plazo de estas operaciones. Ambos países tenían un *stock* de deuda relativamente grande, con elevadas obligaciones del servicio de la deuda, lo que implicaba un lastre para las finanzas públicas y el crecimiento; en ambos casos, los gobiernos estaban dispuestos a comprometerse con acciones verificables en materia de clima y conservación. Si la crisis climática no amaina, es posible que más países deseen explorar estos mecanismos para hacer frente tanto a los altos niveles de deuda como a la necesidad de abordar los desafíos climáticos y ambientales.

El papel de las instituciones oficiales y privadas

América Latina y el Caribe ha sido escenario de muchas de las principales innovaciones en materia de reestructuración de la deuda a lo largo de los años, con las instituciones oficiales y del sector privado como protagonistas. En esta sección se describen las funciones de determinadas instituciones, pero se argumenta a favor de una mayor coordinación, ya que resultaría beneficiosa.

Primera parada: el Fondo Monetario Internacional

Se recomienda encarecidamente a los países que se enfrentan a posibles dificultades con el pago del servicio de la deuda que consulten al FMI.

El Marco de Sostenibilidad de la Deuda y del Riesgo Soberano (SRDSF, por sus siglas en inglés) de esta institución tiene los siguientes objetivos: actuar como un sistema de alerta temprana de los riesgos relacionados con la deuda, identificar recomendaciones de políticas, evitar que las posibles tensiones se materialicen y evaluar la sostenibilidad de la deuda pública.⁵⁰ En los casos en que la deuda pública se considera insostenible, el Marco también proporciona una metodología para establecer objetivos que guíen las reestructuraciones emprendidas en el contexto de los programas apoyados por el Fondo. En vista de que los programas del FMI deben estar totalmente financiados para ser eficaces y garantizar su reembolso, la entidad exige “garantías de financiamiento” a los principales acreedores antes de aprobar un programa de desembolso. Desde 1989, el FMI ha permitido a los miembros incurrir en retrasos en los pagos con una gama cada vez mayor de acreedores privados y oficiales en lugar de solicitar garantías de financiamiento.⁵¹ Entre las condiciones previas para invocar sus políticas de mora en los pagos, el FMI exige a los gobiernos que entablen conversaciones de buena fe con sus acreedores privados y oficiales. En general, el FMI no interviene en los pormenores de las negociaciones de reestructuración: estas quedan en manos del país y sus asesores financieros.⁵²

Bancos multilaterales de desarrollo: deuda y crecimiento

Los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) también desempeñan un papel importante en el caso de un país que pueda estar entrando en un período de situación crítica en relación con la deuda. Si un ente soberano pierde el acceso al mercado, por lo general hará aumentar la demanda de préstamos de los BMD. Pero mientras que los BMD tienden a centrarse en los préstamos orientados al desarrollo a más largo plazo, el FMI suele tomar la iniciativa en la resolución de problemas de la balanza de pagos o de la deuda a corto plazo. No obstante, los BMD también conceden préstamos a corto plazo sobre la base de un conjunto de reformas acordadas, lo que constituye los llamados préstamos basados en políticas. De todos modos, si las condiciones macroeconómicas no son propicias, los BMD pueden determinar que estos

⁵⁰ El marco ha sido revisado recientemente; véase FMI (2022) para más detalles.

⁵¹ Las políticas de atrasos en los pagos del FMI no se extienden a los BMD establecidos con una amplia base de miembros a nivel mundial, lo que subraya el trato de acreedor privilegiado de los BMD. Aparte de esta excepción, las políticas LIA del FMI complementan el principio de comparabilidad. Véase <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/05/17/pr22156-imf-completes-review-of-the-fund-policies-on-sovereign-arrears-and-related-perimeter-issues>.

⁵² Véase el debate en Buchheit et al. (2019).

préstamos no son apropiados. En situaciones de estrés, disminuye la probabilidad de que se lleven a cabo los programas de reforma previstos. Por lo tanto, en ocasiones esto sirve como detonante para que un país intensifique su diálogo y busque la ayuda del FMI. Posteriormente, una vez acordado un programa del Fondo, este suele conceder el préstamo para apoyar la balanza de pagos de un país, mientras que los principales BMD proporcionan financiamiento a las autoridades fiscales.⁵³

El Club de París

Como ya se ha señalado, el Club de París ha cumplido una misión clave. Entre sus seis principios fundamentales vale destacar la comparabilidad del trato entre acreedores.⁵⁴ Tras las denominadas reformas Evian de 2003, el Club de París actúa con mayor flexibilidad para diseñar a medida tratamientos de flujo y *stock* de deuda, por lo cual ha pasado de ser un mecanismo principalmente enfocado en el cobro de la deuda a uno más centrado en la sostenibilidad general. Algunas veces, los acuerdos con los acreedores del Club de París han precedido a los de los acreedores comerciales con un tratamiento escalonado de la deuda, como, por ejemplo, en el contexto de los objetivos de un programa del FMI. El Club de París interactúa con otras instituciones financieras internacionales, con lo cual trasciende su estructura informal original. Su influencia podría extenderse mucho más allá de las condiciones específicas de una reestructuración. Una resolución temprana con los miembros del Club de París con tratamientos escalonados podría constituir una fuerte señal para liderar reestructuraciones con miembros comerciales y no pertenecientes a dicha entidad.

Instituciones privadas

Los acreedores privados también están representados por un conjunto de instituciones que han sido fundamentales en los debates sobre la arquitectura financiera internacional y han influido en las resoluciones de casos

⁵³ Véase G20 (2022) sobre las funciones del FMI y los BMD. El FMI también puede ofrecer préstamos para el apoyo fiscal (véase FMI, 2020).

⁵⁴ Los restantes cinco principios son: i) solidaridad (los miembros acuerdan actuar como grupo); ii) consenso (entre los países acreedores participantes); iii) intercambio de información (entre los miembros, las deliberaciones se mantienen confidenciales para maximizar su productividad); iv) caso por caso (para adaptar las acciones a la situación individual de cada país), y v) condicionalidad (para los países que necesitan alivio y se comprometen a aplicar reformas, lo que en la práctica significa un programa del FMI). Véase <https://clubdeparis.org/en/communications/page/the-six-principles>.

concretos. El Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), con más de 400 miembros en más de 60 países, apunta a ser la asociación mundial de la industria financiera. Además de proporcionar investigación y datos sobre numerosos temas, su objetivo es apoyar a la industria financiera en la gestión prudente de riesgos y abogar por políticas que fomenten la estabilidad financiera mundial y el crecimiento económico sostenible. En el ámbito de la reestructuración de la deuda, el IIF ha confeccionado un conjunto muy conocido de “Principios para la estabilidad de los flujos de capital y la reestructuración justa de la deuda”, y está a cargo de supervisar su implementación.⁵⁵ Entre otros temas, los Principios exigen transparencia en la información, un trato justo y equitativo, y un diálogo constructivo y significativo para encontrar una solución en los casos de reestructuración de la deuda.

Otros grupos privados, como la ya mencionada ICMA, también han realizado valiosas contribuciones. Con su trabajo a través de comités compuestos por individuos de empresas miembros, la ICMA ha elaborado directrices sobre muchos aspectos de la práctica del mercado y cuestiones de reglamentación centradas en tres áreas fundamentales del mercado de ingresos fijos: i) primaria, ii) secundaria, iii) repo y garantías. En el ámbito de la reestructuración de la deuda, la ICMA preparó propuestas sobre la nueva generación de cláusulas de acción colectiva y *pari passu*. No obstante, pese a que estas cláusulas han sido ampliamente adoptadas, no son en absoluto universales, y la forma en que influyeron en los acontecimientos de las reestructuraciones de Argentina y Ecuador ha dado lugar a un nuevo debate.

En general, los comités de acreedores del sector privado han desempeñado un papel importante en las negociaciones reales en cada caso de reestructuración. Los pormenores relativos a la formación de los comités y a su función y funcionamiento pueden variar, pero contar con una estructura de comité de algún tipo ha resultado útil en general para el proceso de negociación.⁵⁶

Cuestiones pendientes

Todas estas instituciones son esenciales, pero sigue faltando coordinación general, sobre todo si se tiene en cuenta la diversidad de acreedores e instrumentos. Entre las viejas cuestiones que persisten vale mencionar

⁵⁵ Véase IIF (2022).

⁵⁶ Véase IIF (2022) para una reciente revisión y recomendaciones sobre la función de los comités de acreedores.

la manera de definir el perímetro de la deuda que debe considerarse en una reestructuración y cómo garantizar que todos los principales acreedores participen y se sientan bien representados. También han surgido nuevas preguntas, como la de si es posible vincular los objetivos climáticos y ambientales con las reestructuraciones de la deuda, y cómo hacerlo. Un foro regional centrado en América Latina y el Caribe podría resultar muy útil en este sentido, complementando las instituciones existentes y proporcionando un lugar neutral para mejorar la coordinación entre estos y otros actores.

La idea no sería suplantarse al Club de París o al Marco Común, sino intentar mejorar su funcionamiento, teniendo en cuenta las características únicas de los países de la región. Debido a la historia y a la experiencia de las reestructuraciones de la deuda, un organismo regional podría facilitar el camino hacia las reestructuraciones cuando se considere necesario como último recurso. Podría servir de repositorio de información sobre las experiencias de reestructuración, y habilitar entonces un diálogo más rápido y constructivo. Podría basarse en las plataformas regionales existentes para aumentar la capacidad de las negociaciones contractuales *ex ante* y las renegociaciones contractuales *ex post*, y de este modo poner en marcha prácticas y normas generalmente aceptadas. Podría colaborar con el FMI, los BMD, el Club de París y los prestamistas que no pertenecen a este último para preparar y dar a conocer la aplicación de conceptos básicos como la sostenibilidad y la comparabilidad en los casos regionales, y ayudar a consolidar las normas sobre la clasificación de los acreedores. Podría brindar apoyo para el diseño y la supervisión de las condiciones de los contratos contingentes en materia climática, e incluso hacer aportes sobre el diseño y el uso de detonantes en la deuda contingente. También podría contribuir a la elaboración de normas sobre el tratamiento de los préstamos garantizados y respaldados por recursos en las reestructuraciones. Nada de esto interpondría al foro propuesto en las negociaciones entre deudores y acreedores. Por el contrario, dicho foro aprovecharía las instituciones existentes en la región y su profundo historial de gestión de crisis de la deuda para subsanar las carencias de la arquitectura actual, sobre la base de la experiencia de las instituciones existentes.

Corregir las deficiencias

América Latina y el Caribe ha estado a la vanguardia de las innovaciones en materia de reestructuración de la deuda durante 40 años. Las técnicas de reestructuración de la deuda se han visto influidas por las decisiones tomadas en los principales organismos internacionales de formulación de

políticas de arquitectura financiera, como el G7, el Club de París y el FMI, adaptadas a los cambios en los mercados internacionales de capitales y sintonizadas con factores locales o específicos de cada país. Desde la década perdida en 1982 hasta la pandemia de la COVID-19, los países de la región han puesto en marcha y probado toda una serie de instrumentos de reestructuración de la deuda soberana. Sin embargo, sigue habiendo vacíos cuestiones sin resolver, como las que se detallan a continuación:

- Presiones internas, políticas y del mercado para posponer el reconocimiento de los problemas de la deuda e incentivos para que los gobiernos sigan tomando financiamiento a tasas de interés altas y crecientes.
- Retrasos en la reestructuración de la deuda, incluso después de haber reconocido el problema u optado por reperfilaciones relativamente rápidas, que pueden no restablecer el crecimiento sostenible.
- Escasa transparencia en el proceso y en los datos, lo que socava la confianza entre acreedores y deudores y empaña la legitimidad de la reestructuración.
- Instrumentos limitados para obligar a los acreedores a participar en la reestructuración de la deuda, lo que aumenta la incertidumbre e incentiva el parasitismo.
- Mayor diversidad de acreedores e instrumentos, incluidos los acreedores que no pertenecen al Club de París, los préstamos comerciales de los actores oficiales y los préstamos garantizados, que complican los procesos de reestructuración.

Los métodos de reestructuración de los acreedores oficiales y privados se han desarrollado de forma iterativa. La indulgencia regulatoria para los bancos, junto con los préstamos puente de las instituciones financieras internacionales, apuntalaron las reprogramaciones del Club de París y el Club de Londres a principios de la década de 1980. Las mejoras proporcionadas por los acreedores oficiales y el tratamiento contable favorable crearon una apertura para los bonos Brady, lo que dio lugar al rápido crecimiento posterior del mercado de bonos. La reaparición de los bonos como el instrumento preferido por la mayoría de los países de ingresos medios hizo que el FMI y el Club de París ampliaran las políticas de distribución de los gastos para los bonos sujetos a ciertas salvaguardias. El rechazo oficial del SDRM y el fomento de la adopción de las CAC, con las subsiguientes mejoras aprobadas oficialmente, han configurado el entorno actual del financiamiento con bonos comerciales. Al mismo tiempo, el financiamiento

del Club de París ha disminuido, pero los préstamos oficiales no pertenecientes al mismo se han disparado, lo que plantea nuevos desafíos.

El reciente lanzamiento del Marco Común atestigua la crucial importancia de ampliar el alcance de la coordinación entre acreedores. Sobre la base de la experiencia del Club de París, el Marco Común reconoce que para garantizar un enfoque global con participación privada y oficial resulta sumamente valioso que exista cierto tipo de coordinación del sector oficial. Entre las características clave de este enfoque se encuentran las siguientes: i) cobertura integral de los créditos oficiales y elegibilidad general de los deudores; ii) un sólido intercambio de información entre acreedores y una robusta coordinación interna; iii) vinculación creíble con el alivio de acreedores oficiales y privados, y con el financiamiento del FMI y de otras instituciones financieras internacionales, y iv) impulso de la coordinación externa, así como participación de los países pares y del G7. Sin embargo, tres años después de su lanzamiento, el Marco Común solo ha logrado un éxito acotado. Una plataforma regional de coordinación de deudores y acreedores para América Latina y el Caribe complementaría la arquitectura financiera internacional existente.

Una plataforma de este tipo corregiría tres deficiencias fundamentales, que se describen a continuación. En primer lugar, se centraría en facilitar la cooperación entre deudores y acreedores comunes a los países de la región. En segundo lugar, se convertiría en un repositorio de conocimientos en los asuntos más relevantes para los países de ingresos medios con necesidades de financiamiento comercial a gran escala, así como de préstamos del sector oficial. Por ejemplo, podría colaborar con las instituciones multilaterales en el desarrollo de mecanismos de información, intercambio de datos y tratamiento de la deuda para los acreedores híbridos, mediante la identificación y contabilización de transacciones equivalentes a la deuda, deuda garantizada y vinculada a proyectos, garantías, detonantes de la deuda contingente, normas de comparabilidad, y experiencias con diferentes tipos de CAC y con la reestructuración de la deuda interna, entre otras cuestiones. En tercer lugar, la plataforma se beneficiaría de las estructuras de cooperación regional existentes. Por último, cabe agregar que el grupo podría aprovechar la experiencia y la creatividad de la región.

Las posibles objeciones a dicha plataforma podrían ser el peligro de fragmentación, la duplicación de esfuerzos y el riesgo moral del deudor. Las dos primeras podrían abordarse mediante la especificación de que el organismo regional coordine su labor normativa con la labor normativa mundial, como el Marco Común o un sucesor, con una ampliación para incluir a los países de ingresos medios y a las instituciones de membresía universal, como el FMI. En cuanto a las inquietudes con respecto al

riesgo moral del deudor en un mecanismo de coordinación dominado por los deudores, probablemente sean infundadas. La historia reciente sugiere que los deudores soberanos —especialmente aquellos que tienen acceso al mercado— suelen ser reacios a iniciar reestructuraciones y desconfían de los mandatos que las rigen. El establecimiento de un proceso de coordinación con intereses de reputación compartidos podría ayudar a anclar las expectativas y a disciplinar a los que se salen de la norma.

Desde el punto de vista de la arquitectura de la deuda global, el resultado podría ser un acuerdo de tipo *hub-and-spoke* o de red, dependiendo del deseo de centralización de las partes interesadas. En cualquiera de los casos, un mecanismo regional garantizaría que se preste la debida atención a los retos específicos a los que se enfrenta América Latina y el Caribe.

Por último, los *stocks* de deuda soberana no solo han crecido en los últimos años: también se han vuelto más complejos. Las crisis financiera, económica, ambiental, de seguridad y de salud pública amenazan ahora con afectar a más personas que nunca. Mientras tanto, las instituciones de reestructuración de la deuda, que tienen sus raíces en los años ochenta y noventa, están luchando por mantener su relevancia. La arquitectura internacional existente continúa como un trabajo en curso. La región haría bien en buscar formas de avanzar que permitan aumentar la transparencia, compartir experiencias y mejorar la coordinación.

La gestión de la deuda privada

El acceso a los recursos financieros es vital para el desempeño de una empresa. A las firmas que carecen de recursos internos, los préstamos les permiten invertir, crecer y volverse más productivas, así como crear empleos bien pagados y estables. El acceso al crédito es particularmente importante en sectores donde los costos de entrada son altos, como las manufacturas intensivas en capital, y donde la innovación es clave, todos los cuales son factores que contribuyen significativamente al crecimiento económico y a la creación de empleos de alta calidad. El acceso al crédito también posibilita que las empresas superen los shocks negativos, incluidas las crisis a nivel de toda la economía, como la producida por la COVID-19, y a problemas específicos de las propias firmas, como la disminución de la demanda del producto o un aumento de los costos. En esos casos, las empresas pueden tener demandas no anticipadas de liquidez o, si prevén un aumento de la demanda, puede que se endeuden para construir amortiguadores como medida cautelar.¹

El acceso al crédito es un beneficio esencial, pero las empresas que contratan demasiada deuda pueden tener problemas. La teoría de la *jerarquía financiera* de las finanzas corporativas implica que los incentivos para invertir pueden disminuir con niveles más altos de deuda, porque los retornos de la inversión favorecen a los tenedores de la deuda existentes más que a los tenedores del capital. Esta situación puede generar un sobreendeudamiento, por el cual las firmas, quizá debido a shocks negativos, acumulan deuda hasta un nivel tan alto que luego impacta negativamente en la inversión y el crecimiento.²

¹ Buera, Kaboski y Shin (2015) sostienen que el acceso al crédito es particularmente importante en los sectores de alta productividad. Véanse Holmström y Tirole (1998); Acharya, Drechsler y Schnabl (2014); Ivashina y Scharfstein (2010); Montoriol-Garriga y García-Appendini (2013), y Huang y Wang (2010), sobre el valor del crédito como medida de precaución para la liquidez o los shocks de liquidez reales.

² Véase Myers (1977).

Muchas firmas de la región, particularmente las pequeñas y medianas empresas (pymes), declaran tener un acceso deficiente al crédito o un acceso financiero demasiado costoso o que constituye una carga demasiado grande. Por lo tanto, si hay un problema de sobreendeudamiento después de la COVID-19, es probable que se concentre en las empresas más grandes que han disfrutado de buen acceso al crédito. Esto constituye el foco central del capítulo 12, que aprovecha los datos sobre las empresas registradas en los mercados bursátiles de la región (las firmas más grandes de las economías más grandes) para explorar la hipótesis del sobreendeudamiento.

Este capítulo se enfoca en temas relacionados con el acceso al crédito, el desempeño de las empresas de diferentes tamaños durante el enorme shock de la pandemia y su comportamiento en la fase de recuperación. A lo largo de sus páginas se emplean diversas fuentes de datos de distintos países y subregiones.

Para comenzar, se establece que, de hecho, el acceso al crédito se percibe como una limitación grave, sobre todo en las empresas más pequeñas. El sector bancario sigue siendo la fuente más destacada de financiamiento externo, pero los niveles de crédito en la región siguen siendo bajos según los estándares internacionales. Este crédito limitado puede deberse a restricciones relacionadas con la oferta (falta de ahorro, lo cual encarece los créditos) o la demanda (escasez de proyectos rentables, lo cual reduce la demanda de préstamos). Los nuevos instrumentos financieros que ofrecen las empresas de tecnología financiera han cobrado relevancia, lo cual sugiere que a esto puede haber contribuido el costo de endeudarse en el sector bancario. Aquí se sostiene que las limitaciones del crédito son particularmente importantes para las empresas dirigidas por mujeres, debido a una continua discriminación.

Sobre la base de métodos econométricos y datos de múltiples países, en el capítulo se presenta evidencia que indica que las empresas con acceso a recursos financieros tuvieron una mayor probabilidad de sobrevivir a la pandemia. De acuerdo con un análisis complementario que emplea datos detallados sobre el comercio e información de las hojas de balance de empresas localizadas en Colombia, el acceso al crédito mejoró el desempeño de las exportaciones de las firmas durante la crisis. Sin embargo, al mismo tiempo, la presencia de niveles más altos de deuda previos a la pandemia tuvo un impacto negativo en los resultados de los exportadores.

El análisis en este punto se focaliza en las firmas y las finanzas empresariales. Sin embargo, el financiamiento de proyectos, particularmente para desarrollar grandes obras de infraestructura, ya había aumentado

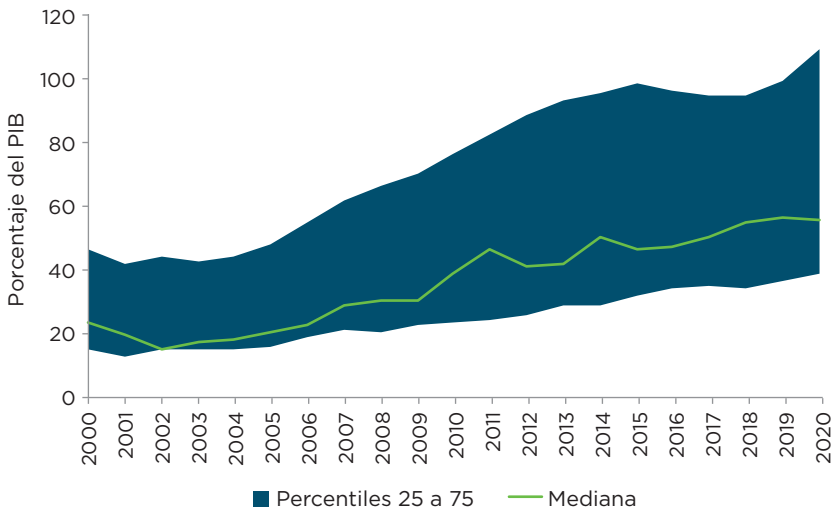
considerablemente en la región. En las páginas siguientes se describe el desempeño de este tipo de financiamiento durante la pandemia y también en la fase de recuperación económica.

Por último, se exponen recomendaciones de política destinadas a aumentar el acceso al crédito para las pymes, con el fin de impulsar la inversión, contribuir a que las empresas puedan sobrevivir a futuros shocks negativos, y ampliar el financiamiento no público y público-privado para infraestructura en la región.

El crédito en la región: darse prisa para ponerse al día

En las últimas dos décadas, el crédito interno en el sector privado no financiero ha crecido considerablemente en la región, aunque sigue siendo bajo según los estándares internacionales.³ El gráfico 11.1 ilustra los rangos medianos ponderados e intercuartílicos en diferentes países como

Gráfico 11.1 Créditos internos al sector privado en América Latina y el Caribe



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de los Indicadores de Desarrollo Mundial del Banco Mundial.

Nota: El gráfico ilustra la mediana ponderada del crédito interno al sector privado como porcentaje del PIB.

³ El crédito interno al sector privado se define como el monto de los recursos financieros proporcionados al sector privado por las corporaciones financieras, por ejemplo, mediante préstamos, compras de valores no accionarios y créditos comerciales y otras cuentas por cobrar, que establecen una reclamación de reembolso (Indicadores del Desarrollo Mundial).

porcentaje del producto interno bruto (PIB).⁴ El crédito en el país promedio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) es de aproximadamente un 160% del PIB, en comparación con menos del 60% para América Latina y el Caribe. Aun así, la razón crédito/PIB varía ampliamente según los países, desde más del 100% en Chile y Panamá a menos del 30% en Haití y Suriname.⁵ El crédito no disminuyó más que el producto económico durante el shock de la COVID-19, y el ratio crédito/PIB se mantuvo estable, lo cual puede explicarse por el apoyo brindado por los gobiernos en toda la región (véase López Marmolejo et al. [2022] para un análisis de Centroamérica).

Los niveles de crédito agregado en una economía pueden ser bajos por diversos motivos. Por el lado de la oferta, la falta de ahorro puede implicar un bajo nivel bajo de depósitos, lo que limita la disponibilidad de préstamos y aumenta su costo. La elevada volatilidad económica exige a los bancos retener altos niveles de capital y liquidez, y esto, una vez más, restringe la oferta de crédito. Las estrictas regulaciones debidas a la alta volatilidad o a la mala gobernanza pueden aumentar el costo del crédito, al igual que la falta de competencia, la información deficiente o un sistema legal ineficaz que dificulta hacer valer los derechos del acreedor. Si las empresas carecen de oportunidades rentables debido ya sea a un mal clima de negocios o los niveles elevados de los impuestos u otras formas de apropiación, los bajos retornos previstos de las inversiones pueden limitar la demanda de crédito, particularmente por el hecho de que las tasas de interés siguen siendo más altas que en otras regiones del mundo.⁶

Acceso al financiamiento: una importante barrera para las empresas

Antes de la pandemia, casi un cuarto de todas las empresas (tanto grandes como pequeñas) de América Latina y el Caribe definía el acceso al financiamiento como una de las grandes limitaciones, más que en cualquier

⁴ La muestra al comienzo del período (año 2000) incluye los siguientes países: Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Brasil, Colombia, Guyana, Haití, Jamaica, Perú, Paraguay, Suriname, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela. Por su parte, en 2020 la muestra abarca: Belice, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Jamaica, México, Panamá, Perú, Paraguay, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tobago y Uruguay. El crédito interno al sector privado como porcentaje del producto interno bruto (PIB) para una muestra constante de países con todos los datos (17) detenta una tendencia similar, y se acercaba al 70% en 2020.

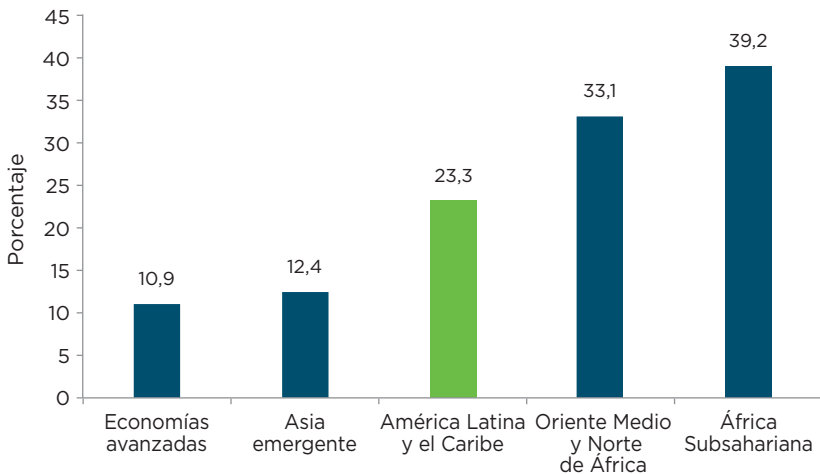
⁵ Todas las cifras corresponden a 2020.

⁶ Véase Cavallo y Serebrisky (2016) para una profundización del debate sobre estos puntos.

otra región, excepto África Subsahariana, Oriente Medio y Norte de África (véase el gráfico 11.2). Después de los fondos internos, los bancos conforman la fuente más destacada de financiamiento para la inversión en América Latina y el Caribe. Cerca del 25% de las firmas de la región declara que los bancos son su principal fuente de financiamiento, en comparación con el 14% en Asia emergente y solo el 10% en África (véase el gráfico 11.3).

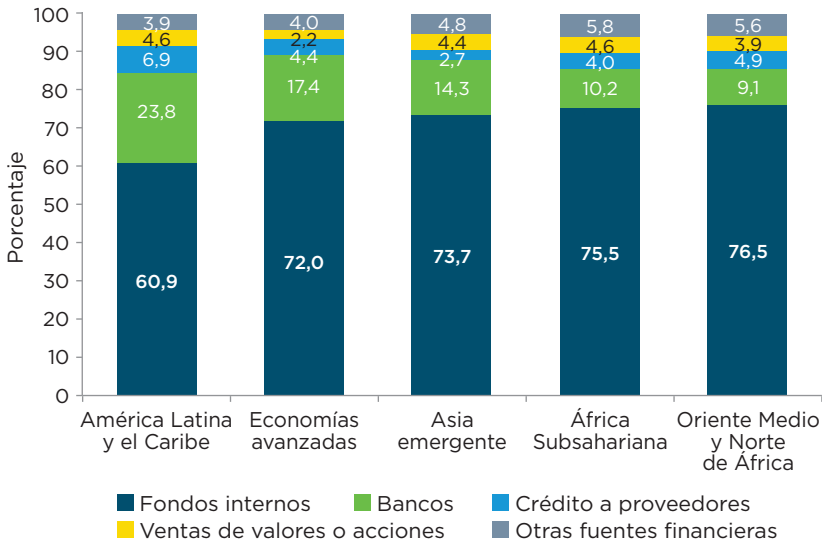
El crédito de proveedores (cuentas por cobrar), otro tipo de deuda, es relativamente más importante en la región que en otras partes del mundo. Casi el 7% de las empresas declara utilizar crédito de proveedores para financiar las inversiones, lo que posiblemente señale restricciones en materia de crédito (véase el gráfico 11.3). El vencimiento del crédito de proveedores tiende a ser más corto que la rentabilidad de las inversiones, que se manifiesta a mediano plazo. El financiamiento mediante capital de riesgo y capital privado se mantiene relativamente bajo en la región, a pesar de su potencial para impulsar la innovación. Por otro lado, la fuerte dependencia que tienen las empresas de fondos internos para la inversión puede dejarlas expuestas a la volatilidad económica, y crear un patrón que refuerza el desempeño económico y la inversión futura. Por lo tanto, en los buenos tiempos, un aumento de las ventas podría proporcionar recursos para adquirir activos fijos y otras inversiones productivas; en cambio, durante las contracciones económicas, si los ingresos y las ganancias se

Gráfico 11.2 Porcentaje de empresas que señalan el acceso al financiamiento como una gran limitación



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en las Encuestas de Empresas del Banco Mundial.
Nota: Últimos datos disponibles.

Gráfico 11.3 Fuentes de financiamiento de la inversión por región



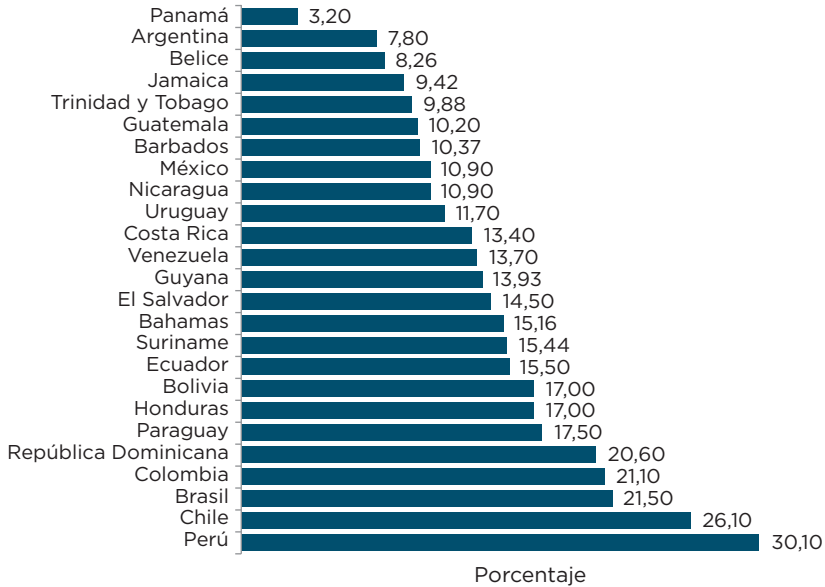
Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en las Encuestas de Empresas del Banco Mundial.
 Nota: Últimos datos disponibles.

ven afectados, las escasas posibilidades para invertir a nivel de la empresa pueden profundizar las recesiones.

La región también depende más de los bancos para financiar el capital de trabajo que la mayoría de otras regiones; los bancos financian el 16% del capital de trabajo en América Latina y el Caribe en comparación con el 13% en Asia emergente y el 9% en Oriente Medio y Norte de África. Sin embargo, el porcentaje de bancos como proveedores de capital de trabajo varía ampliamente, desde un mínimo del 3,2% en Panamá hasta el 30,1% en Perú (gráfico 11.4).⁷

La dependencia de los bancos para financiar inversiones en capital de trabajo señala los fuertes vínculos entre la salud del sistema financiero y la del sector productivo. Es probable que los shocks del sistema financiero también afecten a las empresas y viceversa. Esto sugiere que reducir los costos de intermediación o ampliar la liquidez de los bancos podría ayudar a las empresas que tienen restricciones de crédito.

⁷ La fuente de financiamiento también varía ampliamente según los sectores. El financiamiento bancario es la fuente preferida de financiamiento para el 27% de las empresas manufactureras y solo abarca el 17% de las firmas del sector minorista.

Gráfico 11.4 Proporción de capital de trabajo financiada por los bancos

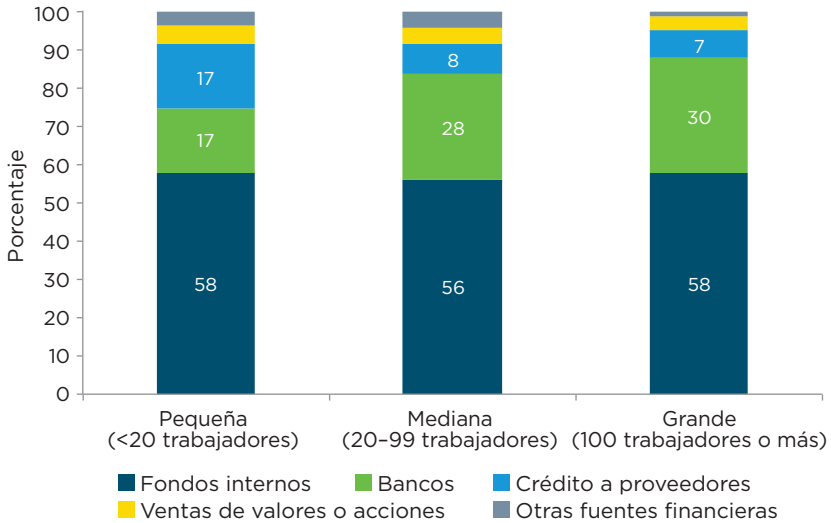
Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en las Encuestas de Empresas del Banco Mundial y la Encuesta de Desempeño de las Empresas y Género (IFPG) del BID.

Nota: Últimos datos disponibles.

Pequeñas y medianas empresas: la difícil búsqueda del crédito bancario

La importancia del financiamiento de los bancos tiende a aumentar con el tamaño de las empresas (un 17% de las firmas pequeñas en comparación con el 28% y el 30% de las medianas y grandes, respectivamente); ocurre lo contrario con el crédito de proveedores (gráfico 11.5). Las pymes tienden a enfrentarse a desafíos mayores que las empresas más grandes cuando solicitan un préstamo bancario. Las asimetrías de información (por ejemplo, información conocida para la empresa, pero difícil de demostrar a una institución financiera) pueden ser más graves para las firmas más pequeñas. Cuando los intermediarios financieros carecen de información de calidad sobre los posibles prestatarios, responden cobrando más para cubrir el riesgo (o no proporcionando crédito, según sus políticas de gestión de riesgos). A esto se pueden sumar otros problemas, como los costos de transacción más altos, sobre todo en relación con montos de préstamos más reducidos, y la falta de competencias financieras, de preparación de proyectos y de otros conocimientos comerciales. Por este motivo, las empresas más pequeñas dependen más de los fondos propios

Gráfico 11.5 Fuentes de financiamiento de las inversiones por tamaño de empresa



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en las Encuestas de Empresas del Banco Mundial.
Nota: Últimos datos disponibles.

para financiar inversiones y, en algunos países, de préstamos personales obtenidos fuera del sistema financiero, que son más costosos y tienen vencimientos más cortos (López Marmolejo et al., 2022).

Debido a la gran cantidad de firmas pequeñas que hay en la región, la brecha financiera agregada es importante. Algunas estimaciones señalan una brecha de US\$1,8 billones entre la demanda y la oferta de financiamiento disponible para las pymes en América Latina y el Caribe, cifra equivalente al 41,7% del PIB regional. En otras palabras, la brecha financiera de las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes) de la región es de 5,2 veces la oferta actual (Herrera, 2020).

En teoría, una alternativa para el financiamiento de las pymes serían los mercados de capital, los cuales contribuyen a mitigar los shocks macroeconómicos o aquellos provenientes del sector bancario. Sin embargo, algunos países han intentado establecer mercados bursátiles, pero estos no han florecido en la región (Herrera, 2020).⁸ Los mercados de capital han estado dominados por un número relativamente pequeño de grandes empresas y de oferta pública inicial (OPI) que han cumplido únicamente un rol menor en el financiamiento de las empresas; entre 2012 y 2019, los

⁸ Se han realizado intentos dignos de resaltar en Brasil, Colombia, Jamaica y Perú.

flujos promedio de inversión canalizados a través de mercados internos de OPI equivalían solo al 2,3% de los flujos globales para una región que representa el 4,4% del PIB mundial (OCDE, 2019).

Las fuentes alternativas de financiamiento, a menudo denominadas empresas de tecnología financiera o *fintech*, ya estaban en crecimiento antes de la pandemia y, al parecer, la crisis impulsó aún más estas plataformas. Aproximadamente el 65% del total de los recursos provistos a través de plataformas de financiamiento alternativo en la región fue dirigido a las mipymes (véase Finnovista, BID y BID Invest, 2022).

Cerca del 56% de las firmas que obtuvieron financiamiento a través de estas plataformas en la región se volvieron más eficientes.⁹ De la misma manera, el 53% de las empresas que lograron financiamiento a través de las plataformas *fintech* declararon un aumento de los ingresos. Además, en el 70% de estos casos las firmas receptoras mantuvieron su cantidad de empleados y en el 21% de los casos la fuerza laboral se incrementó (Finnovista, BID y BID Invest, 2022). Cerca del 95% de las empresas encuestadas (de una muestra de 550) declaró que las *fintech* reaccionaron rápidamente para proporcionar recursos financieros, y el 90% indicó haber recibido un mejor servicio de atención al cliente que en las instituciones financieras tradicionales, a pesar de la interacción principalmente digital con las *fintech* (Universidad de Cambridge, 2021).

Un estudio de BID Invest elaborado durante la pandemia analizó más de 1.000 mipymes con una puntuación crediticia promedio por debajo del umbral que los bancos comerciales suelen requerir para prestar a este segmento. De acuerdo con las observaciones de dicho estudio, las empresas receptoras de crédito proveniente de una institución *fintech* que proporciona préstamos al consumo y capital de trabajo a las mipymes, y luego vende a través de su plataforma de comercio electrónico, aumentaron sus ventas trimestrales mediante este canal en un 34% en el primer trimestre de 2020 y un 26% en el trimestre siguiente (Figal-Garone et al., 2021).

Las *fintech* recopilan más y nuevos tipos de datos sobre las empresas, lo cual incluye información no financiera. Esto les permite utilizar la inteligencia artificial y las técnicas de aprendizaje automático para analizar los riesgos crediticios. Las nuevas técnicas también pueden disminuir los costos para encontrar clientes y para distribuir recursos a través de

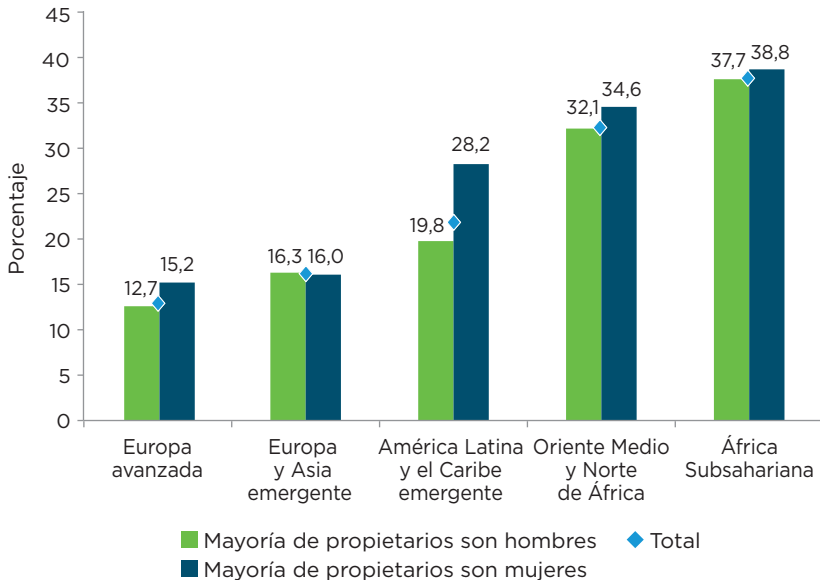
⁹ Esto puede deberse a que estas plataformas identificaron con éxito a las empresas que estaban menos golpeadas y a que el financiamiento ayudó a dichas empresas durante la crisis. Las fuentes alternativas de financiamiento se multiplicaron por 15 entre 2016 y 2020, de modo que en 2020 llegaron a US\$5.270 millones en la región (Universidad de Cambridge, 2021).

plataformas digitales y dispositivos móviles (Boot et al., 2021). Si se presupone una reducción de las asimetrías de información y de los costos, y si los riesgos se calculan con mayor precisión, las *fintech* pueden ampliar el crédito a las empresas que carecen de acceso al financiamiento bancario tradicional o que lo encuentran prohibitivamente costoso.

Discriminación de género en los préstamos

Las empresas de América Latina que cuentan con una mayoría de propietarias mujeres definen el acceso al financiamiento como uno de los mayores obstáculos para el crecimiento. También lo reportan con más frecuencia que las firmas que son predominantemente propiedad de hombres: en los establecimientos en manos de mujeres, la probabilidad de definir el acceso al financiamiento como un obstáculo de primer orden es cerca de 10 puntos porcentuales que en las empresas propiedad de hombres (gráfico 11.6). Además, aunque en todas las regiones de la muestra las firmas propiedad de mujeres perciben el acceso al financiamiento como una limitación principal en una medida mayor que las empresas propiedad de hombres, la mayor brecha de género por propiedad se encuentra en América Latina y el Caribe.

Gráfico 11.6 Porcentaje de empresas que definen el acceso al financiamiento como una limitación principal



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en las Encuestas de Empresas del Banco Mundial.
Nota: Últimos datos disponibles.

Son muchos los factores que pueden explicar por qué hay más empresas propiedad de mujeres y empresas dirigidas por mujeres que declaran que el acceso al financiamiento es una limitación mayor, o deben enfrentarse a más barreras para tener acceso al crédito (o acceso a recursos financieros en peores condiciones que las firmas propiedad de hombres o dirigidas por hombres). Análisis recientes del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) sugieren la discriminación de género como un factor principal para ello en América Latina y el Caribe.¹⁰

Por ejemplo, un estudio sobre el mercado de préstamos de Chile se propuso identificar la respuesta de los agentes de crédito a idénticas solicitudes de préstamos de hombres y de mujeres (Montoya et al., 2020). Si había diferencias en las aprobaciones de los préstamos, los autores querían determinar cuánto se debía a una evaluación objetiva de la capacidad del candidato para pagar el préstamo y cuánto se relacionaba sencillamente con claros prejuicios de género. Así, reclutaron más de 400 prestatarios potenciales, hicieron coincidir perfiles de hombres y de mujeres en demografía, ingresos, estado laboral e historial crediticio, y pidieron que cada uno de ellos solicitara aleatoriamente préstamos asignados en montos que oscilaban entre US\$1.500 y US\$13.500. Hecho esto, enviaron las solicitudes recabadas a cuatro agentes de crédito elegidos de manera aleatoria cuyas identidades y creencias de género podían ser objeto de un seguimiento mediante la Comisión Chilena de Mercados Financieros. Los autores observaron que las solicitudes de préstamos presentadas por mujeres tenían un 18,3% menos de probabilidades de ser aprobadas, y que la mayor parte del efecto de género provenía de agentes con sesgos de género (es decir, discriminación basada en las preferencias), particularmente hombres.¹¹ Los resultados no mejoraron cuando a los agentes se les mostraron estadísticas nacionales sobre las tasas de pago más altas de las mujeres, lo que sugería un sesgo de exceso de confianza como mecanismo potencial detrás de la discriminación basada en los gustos. De acuerdo con este estudio, las ganancias medianas no cobradas asociadas con solicitudes

¹⁰ La discriminación de género en los préstamos bancarios fue estudiada por primera vez por Gary Becker, quien recibió el Premio Nobel de Economía en 1992. Hay evidencia sólida de discriminación de género en el mercado de crédito en el mundo en desarrollo, y de que esta discriminación genera niveles más bajos de crédito para las mujeres, así como peores condiciones crediticias. Véanse, por ejemplo, Carter et al. (2007); Muravyev, Talavera y Schäfer (2009); Barasinska y Schäfer (2010); Bellucci, Borisov y Zazzaro (2010); Agier y Szafarz (2013); Alesina, Lotti y Mistrulli (2013); Stefani y Vacca (2013); Mascia y Rossi (2017), y Beck, Behr y Madestam (2018).

¹¹ Obsérvese que los estudios sobre América Latina y el Caribe también llegan a la conclusión de que las empresas dirigidas por mujeres y hombres no tienen diferencias notables en términos de productividad (Amin y Muzi, 2014).

rechazadas debido a discriminación de género representaron US\$1.785 o un 23% del tamaño del préstamo mediano (el cual asciende aproximadamente a US\$7.500). Mediante un conjunto de metodologías diferentes, los autores confirmaron que en la raíz de estos resultados había animadversión hacia las mujeres, o discriminación basada en las preferencias, y no vulnerabilidades financieras más graves relacionadas con las mujeres.

Nueva evidencia, proveniente de más de 1.153 empresas del Caribe y basada en la Encuesta de Desempeño de las Empresas y Género (IFPG) para el Caribe, sugiere que el racionamiento del crédito es más predominante en firmas en cuyas decisiones estratégicas las mujeres desempeñan un rol clave. Los análisis que utilizan estos datos, recopilados durante la pandemia en 13 países del Caribe, revelan que las empresas gestionadas por mujeres tienen una probabilidad 5 puntos porcentuales mayor que las gestionadas por hombres de definir el acceso al financiamiento como una limitación de primer orden, incluso cuando se tiene en cuenta el tamaño, la antigüedad, la actividad económica y la localización de la firma.¹² El recuadro 11.1 presenta más información sobre esta encuesta y las necesidades de financiamiento de las empresas del Caribe.

Acceso al crédito durante la pandemia

¿Podían las empresas tener acceso al crédito durante la pandemia? Si bien la mayoría de los análisis se centran en las firmas más grandes de las economías más grandes, esta sección pone el foco en Centroamérica, aprovechando información de muestras que incluyen empresas más pequeñas. Los países de la muestra general son El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá (a partir de ahora denominados CA-5).

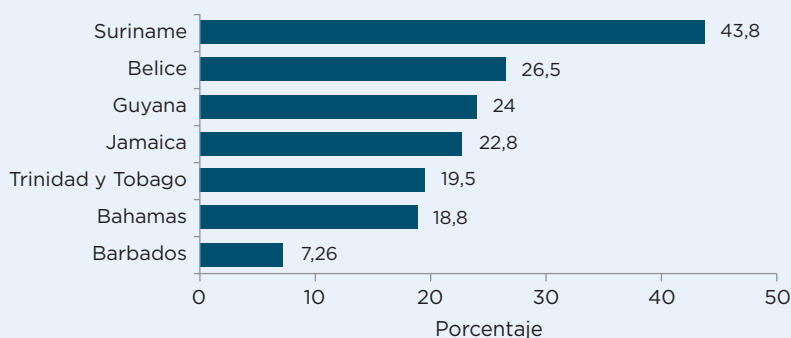
Durante la pandemia de COVID, los ingresos corporativos se desplomaron, los flujos de efectivo disminuyeron y el capital de trabajo se volvió cada vez más escaso. Si bien los flujos de caja y las ventas de las empresas se contrajeron considerablemente, los costos operativos fijos, como los alquileres y el pago de intereses, todavía debían pagarse. Más del 80% de las firmas de CA-5 informaron una disminución de la liquidez

¹² La muestra abarca casi 2.000 empresas, y las variables de control incluyen el tamaño de las firmas, el registro de la antigüedad de las mismas y efectos fijos de sector y país. Alrededor del 71% de las empresas, gestionadas tanto por hombres como por mujeres, declara que el acceso al financiamiento es una limitación de primer orden. Para más información sobre la encuesta y los impactos de la pandemia de las empresas del Caribe, véase Acevedo et al. (2021). Esta evidencia concuerda con estudios anteriores realizados en el Caribe (Piras, Presbítero y Rabelotti, 2014), así como en países europeos en desarrollo (Stefani y Vacca, 2013).

Recuadro 11.1. Empresas caribeñas con necesidades de financiamiento

La Encuesta de Desempeño de las Empresas y Género (IFPG) para el Caribe recopiló información de más de 1.153 empresas en siete países; la muestra incluyó muchas pequeñas y medianas empresas (pymes) y es representativa a nivel de país.^a El análisis de los datos señala que las pymes y las firmas propiedad de mujeres o dirigidas por mujeres se vieron más profundamente perjudicadas por la crisis de la pandemia que otras empresas. Además, las firmas que adoptaron medidas para evitar disrupciones en la cadena de suministro tuvieron mejores resultados que aquellas que no lo hicieron. Las prioridades de las empresas han cambiado debido a la pandemia, y se pone un énfasis mucho mayor en el acceso a los pagos digitales y en las telecomunicaciones. La encuesta también sugiere que las firmas del Caribe requieren un mayor acceso a recursos adicionales de financiamiento para acelerar las operaciones después de la pandemia (Acevedo et al., 2021). Se observaron considerables variaciones según los países, ya que en Suriname casi el 50% de las empresas señala la necesidad de un mayor acceso al financiamiento, mientras que en Barbados, la proporción cae a menos del 10% de las firmas (véase el gráfico 11.1).

Gráfico 11.1 Porcentaje de empresas que requieren recursos financieros adicionales



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en la IFPG para el Caribe, realizada durante 2020.

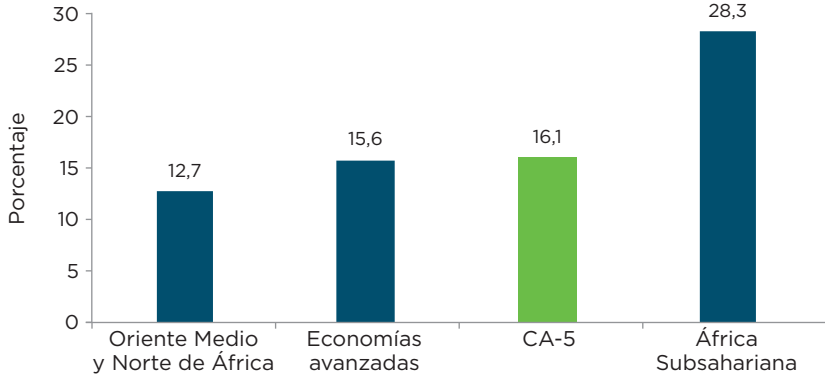
^a Esta encuesta fue llevada a cabo durante marzo y noviembre de 2020 por el Grupo BID a través de la Compete Caribbean Partnership Facility.

o de la disponibilidad del flujo de caja durante la pandemia.¹³ Muchas intentaron aumentar su liquidez a través del endeudamiento con instituciones financieras (un 23% y un 40% de las pequeñas y grandes empresas,

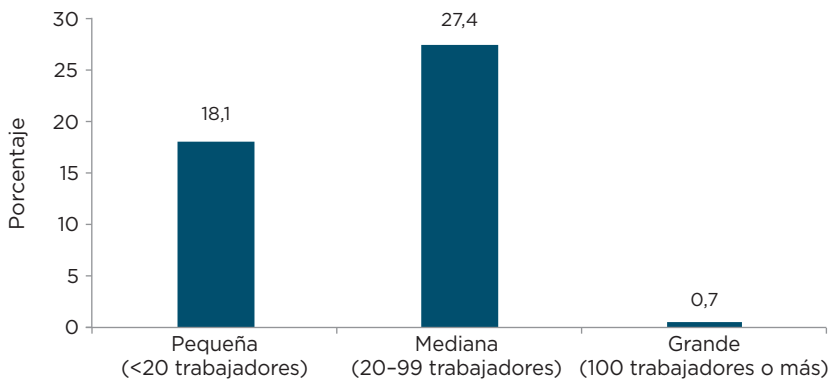
¹³ Las fuentes de datos para esta sección son el Seguimiento de las Encuestas de Empresas y las Encuestas de Pulso Empresarial del Banco Mundial.

Gráfico 11.7 Porcentaje de empresas con solicitudes de préstamos rechazadas

A. Porcentaje de empresas cuya última solicitud de préstamo fue rechazada, por región



B. Porcentaje de empresas cuya última solicitud de préstamo fue rechazada en CA-5, por tamaño de empresa

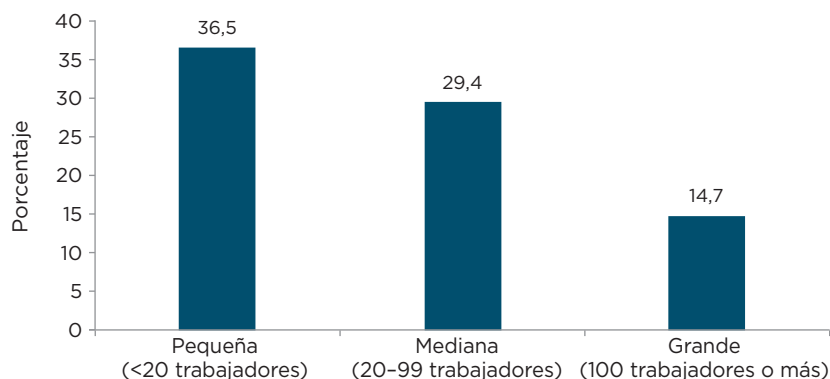


Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en las Encuestas de Empresas del Banco Mundial.
 Nota: Últimos datos disponibles.

respectivamente). Sin embargo, durante la pandemia se denegó el 16,1% de las solicitudes de préstamos (gráfico 11.7); las más denegadas fueron las correspondientes a pymes (solo el 0,7% de las solicitudes de préstamos de empresas grandes sufrió un rechazo). Este resultado coincide con la evidencia de otras economías emergentes que señala que las firmas más pequeñas se enfrentaron a limitaciones financieras más severas durante la COVID-19, incluso en economías avanzadas (Apedo-Amah et al., 2020).

Una importante cantidad de empresas tuvo problemas para pagar sus deudas durante la pandemia. De las que sobrevivieron, el 30% de las firmas de CA-5 presentó atrasos en los pagos con instituciones financieras, en comparación con el 19% en otras economías emergentes de todo

Gráfico 11.8 Porcentaje de empresas que declaran atrasos en los pagos de la deuda



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en el Seguimiento de las Encuestas de Empresas del Banco Mundial.

Nota: Los datos corresponden a CA-5, que abarca El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, y Panamá.

el mundo. Las empresas más pequeñas constituyen un porcentaje mayor de las empresas con pasivos pendientes en comparación con las grandes (gráfico 11.8).

Los análisis econométricos basados en información a nivel de las empresas sugieren una relación negativa entre el tamaño de la firma y la probabilidad de atrasarse en los pagos a las instituciones financieras, en comparación con empresas con otras características similares. En CA-5, las firmas pequeñas tenían 20 puntos porcentuales más de probabilidades que las grandes de atrasarse en los pagos a las instituciones financieras.¹⁴ Cabe señalar que las pymes de CA-5 tienen las mayores probabilidades de atrasarse en el pago de la deuda entre las pymes de todas las regiones, mientras que las empresas grandes de CA-5 tienen menos probabilidades de atrasarse en el pago que firmas similares en la mayoría de las demás regiones.¹⁵ Estos resultados sugieren que las limitaciones financieras han sido más estrictas para las pymes de la región que en otros lugares del mundo.

Otras variables también explican la resiliencia de las empresas y la capacidad para pagar su deuda en los plazos debidos. Las firmas de CA-5 con más del 10% de propiedad extranjera se atrasaron menos en el pago a

¹⁴ Si se consideran las empresas de todos los países en el mundo, esta cifra cae a 6 puntos porcentuales, lo que señala que las limitaciones del crédito en Centroamérica pueden ser más importantes que en otras economías.

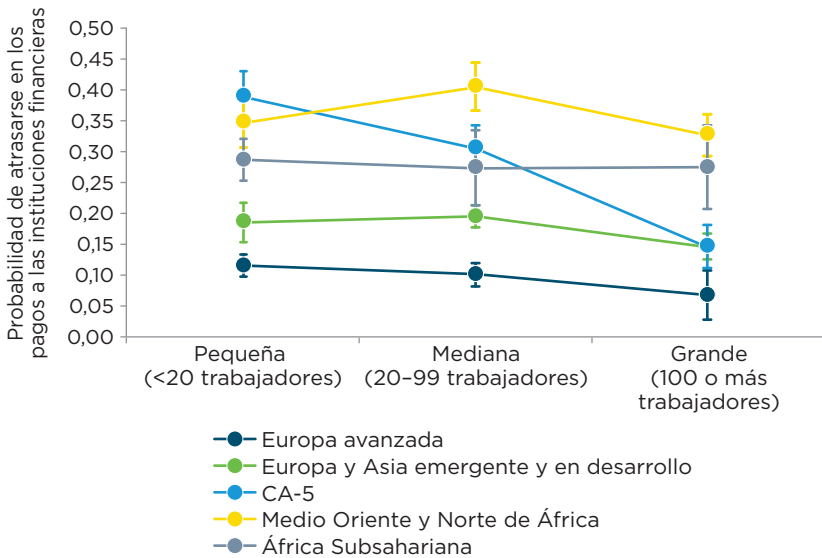
¹⁵ La excepción son las grandes empresas de las economías avanzadas de Europa.

las instituciones financieras en comparación con las empresas locales, que pueden tener más limitaciones financieras, con una diferencia en la probabilidad de atraso en los repagos de 26 puntos porcentuales. Este resultado apoya la evidencia existente (Hyun, Kim y Shin, 2020) que sugiere que las firmas con una mayor conectividad global y un mayor poder de mercado fueron más resilientes después de la pandemia.

Por otro lado, las empresas de CA-5 que lanzaron un producto o servicio nuevo (una forma de innovación) durante la pandemia tuvieron una probabilidad 6,3 puntos porcentuales menor de atrasarse en los pagos a las instituciones financieras que aquellas que no innovaron. Este resultado destaca la relación positiva entre la supervivencia de las empresas, la innovación y la presencia digital (Muzi et al., 2021). Esta asociación positiva puede deberse a condiciones ya existentes de las empresas; las más productivas, capaces de introducir innovaciones incluso durante los shocks económicos agregados, tienen más probabilidades de cumplir con sus obligaciones financieras.

Muchas empresas no pudieron encontrar la liquidez necesaria para sobrevivir a la crisis. De acuerdo con la información de cuatro de los cinco

Gráfico 11.9 Probabilidad de atrasarse en los pagos durante la pandemia



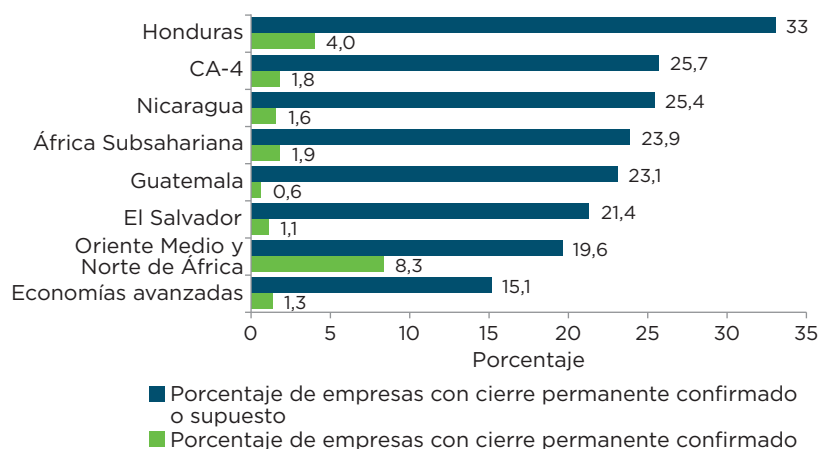
Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en los Seguimientos de las Encuestas de Empresas y las Encuestas de Pulso Empresarial del Banco Mundial.

Nota: El gráfico ilustra la probabilidad de atrasarse en los pagos a las instituciones financieras por tamaño de empresa según el número de empleados: menos de 20 empleados, entre 20 y 100 empleados y más de 100 empleados. Se muestran los intervalos de confianza del 95% para cada estimación puntual. CA-5 abarca El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, y Panamá.

países de Centroamérica estudiados (El Salvador, Guatemala, Honduras, y Nicaragua), más del 25% de las empresas cerraron o es de suponerse que cerraron permanentemente durante la pandemia, un porcentaje que supera las cifras de África Subsahariana (24%) y Oriente Medio y Norte de África (20%). En los cuatro países centroamericanos mencionados las ventas mensuales disminuyeron, en promedio, en una tercera parte durante la pandemia. Para contrarrestar el efecto de la restricción de los ingresos, las firmas redujeron sus costos laborales. Sin embargo, las empresas pequeñas se enfrentaron a una mayor disminución de las ventas y a las peores limitaciones de liquidez, pese a ser las que más recortaron sus costos laborales y a que recurrieron al teletrabajo cuando les fue tecnológicamente posible.

Los gobiernos de la región diseñaron e implementaron políticas que ayudaron a las empresas a enfrentarse a las severas limitaciones fiscales y de otro tipo. López Marmolejo et al. (2022) estudiaron el efecto del apoyo del Estado a las firmas durante la crisis, a partir de datos de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana, explotando datos mensuales de entre 2008 y 2020. Los autores plantean que la moratoria de los préstamos y la flexibilidad regulatoria permitió mayores flujos del crédito y sugieren que, en ausencia de esas medidas, la disminución del crédito al sector privado habría llegado al 4% en 2020, en

Gráfico 11.10 Porcentaje de empresas que cerraron



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en los Seguidores de la Encuesta de Empresas y las Encuestas de Pulso Empresarial del Banco Mundial.

Nota: El gráfico ilustra el porcentaje de empresas cuyo cierre se confirmó o que se supone que cerraron durante la pandemia, ya sea porque no se las pudo contactar directamente o para las cuales la información recopilada durante el trabajo en terreno sugiere que es probable que hayan cerrado permanentemente. CA-4: El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.

lugar del 2% que se observó. En otras palabras, sin estas medidas, el crédito se habría contraído el doble de lo que efectivamente ocurrió.¹⁶

Un salvavidas para las empresas durante la pandemia

¿Tuvieron las limitaciones financieras previas a la pandemia un impacto en el cierre de las empresas durante dicha crisis? Un análisis de datos a nivel de las firmas de 40 países sugiere que la respuesta a esta pregunta es sí: las empresas que se enfrentaron a restricciones financieras tuvieron una mayor probabilidad de cierre durante la pandemia.

El indicador de limitación financiera adopta el valor de 1 si la firma declaró que no solicitó un préstamo porque tenía suficientes fondos propios o si solicitó un préstamo y fue aprobado plenamente; de otra manera, el indicador es 0.¹⁷ La primera situación refleja una empresa con acceso al financiamiento, mientras que la segunda corresponde a una firma que se enfrenta a restricciones financieras.¹⁸ La probabilidad de cierre de la empresa se estima posteriormente como una función de este indicador y un conjunto de características de la empresa (tamaño, antigüedad, crecimiento del empleo y otros, todos medidos antes de la pandemia). También se incluyeron indicadores de sector, país o región.

Lo fundamental es que tener acceso a recursos financieros disminuye la probabilidad de cierre en un promedio de 3,4 puntos porcentuales. Este efecto es económicamente importante, ya que en la muestra entera se confirmó que el 17% de las firmas había cerrado o se supuso que estaban permanentemente cerradas durante la pandemia. Este resultado coincide con las observaciones de trabajos similares. A partir del mismo indicador de restricción financiera, Amin y Viganola (2021) observan que la probabilidad de una disminución de las ventas durante la pandemia para una empresa con acceso al financiamiento es 25 puntos porcentuales más baja que las de una firma con restricciones financieras.¹⁹

¹⁶ Aun así, relativamente pocas empresas formales recibieron ayuda del gobierno bajo la forma de transferencias, particularmente las pequeñas y medianas empresas (pymes) y las firmas dirigidas por mujeres (Aterido et al., 2021).

¹⁷ De acuerdo con la literatura existente, como Kuntchev et al. (2013); Amin y Soh (2020); Distinguin, Rugemintwari y Tacneng (2016), y Amin y Viganola (2021).

¹⁸ También se contemplan otros resultados posibles, como i) haber recibido una aprobación parcial o un rechazo de la solicitud de préstamo o ii) no haber solicitado un préstamo por motivos diferentes a no necesitarlo. Los otros motivos posibles para no haber solicitado un préstamo son tamaño/vencimiento insuficiente del préstamo; garantías altas; tasas de interés desfavorables; procedimiento de solicitud complejo; no creyó que se aprobaría.

¹⁹ Una advertencia para esta conclusión es que tener acceso a recursos financieros, para empezar, puede reflejar características de la empresa que no se recopilieron

Cuando la muestra se restringe a cuatro países de Centroamérica —El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua, de ahora en adelante CA-4—, el efecto del acceso al financiamiento en la supervivencia de la empresa es mayor. En este caso, un mayor acceso al crédito reduce la probabilidad de cierre durante la pandemia en 5 puntos porcentuales.²⁰ Vale señalar que el efecto estimado del acceso al crédito en el cierre de las empresas para CA-4 es mayor (más negativo) que el resultado encontrado en otras regiones en desarrollo, como Oriente Medio, Norte de África y África Subsahariana.²¹

Este ejercicio también arroja luz sobre las diferencias existentes en el rol que cumple el acceso al crédito en la supervivencia de las firmas de acuerdo con su tamaño. El efecto de un acceso oportuno al crédito en la supervivencia de una empresa es aún mayor para las pequeñas empresas de CA-4, ya que las firmas de este segmento con acceso al crédito tienen 6,8 puntos porcentuales menos probabilidades de cerrar.²² En otras palabras, las empresas pequeñas experimentan el mayor aumento en su probabilidad de sobrevivir debido al acceso al financiamiento.²³

La deuda de las empresas y la resiliencia exportadora durante la pandemia

¿Ayudó a los exportadores el tener acceso al crédito durante la pandemia para evitar grandes disminuciones de las exportaciones? ¿Les impidió salir de los mercados de exportación o romper las relaciones comerciales? ¿Dependió el desempeño de las exportaciones durante la pandemia del nivel de deuda al comienzo de la misma? Esta sección aborda estas

correctamente en el ejercicio estadístico; por ejemplo, las variables correlacionadas con perspectivas de mejores negocios u otros impulsores del éxito comercial pueden haber desempeñado un papel.

²⁰ Se confirmó el cierre o se supuso que el 25% de las empresas en CA-4 estaban permanentemente cerradas debido a la pandemia.

²¹ Estas diferencias regionales son estadísticamente significativas a niveles de confianza estándar.

²² Se confirmó el cierre o se supuso que el 32% de las empresas pequeñas en CA-4 cerraron permanentemente debido a la pandemia.

²³ Este resultado es congruente con la creciente literatura sobre este tema. Por ejemplo, en el caso de la introducción de oficinas de crédito en una muestra de 70 economías en desarrollo como un shock positivo en el crédito, Ayyagari et al. (2016) observan que un mejor acceso al financiamiento aumentó el crecimiento del empleo cerca de 3,5 puntos porcentuales en las pymes, en comparación con solo 1,2 puntos porcentuales para las empresas más grandes. Por otro lado, Chodorow-Reich (2014) y Popov y Rocholl (2018) muestran que aumentar las limitaciones del financiamiento durante las recesiones pone más presión para la caída del empleo en el caso de las pymes que en las empresas grandes.

preguntas al tiempo que analiza la relación entre la deuda de las empresas y el desempeño de las exportaciones durante la crisis de la COVID-19.

A menudo se requiere que los exportadores paguen costos iniciales antes de producir y vender bienes, y los exportadores pueden cubrir estos costos con adelantos en efectivo de los compradores (importadores en otros países). Sin embargo, en un momento de crisis y de incertidumbre en todo el mundo, puede que los clientes extranjeros no puedan pagar por adelantado los bienes importados y pierdan el acceso a las letras de crédito y otros recursos.²⁴ Con acceso a financiamiento, un exportador puede seguir comerciando y conservar su red de clientes. En cambio, una empresa sin acceso al crédito puede verse obligada a disminuir la producción y las exportaciones.

Los datos utilizados en esta sección corresponden a empresas de Colombia con una cesta de exportación relativamente diversificada que abarca la minería, la agricultura y los productos manufacturados, así como una cartera diversa de socios comerciales, tanto dentro como fuera de la región. Colombia cuenta con excelentes datos disponibles a nivel de las empresas, tanto para la deuda corporativa como para las operaciones comerciales internacionales, lo cual la convierte en un estudio de caso ideal.

El cambio en las exportaciones en 2020 se modela como una función de: i) el apalancamiento de la empresa en 2019 (medido como el ratio de la deuda total en relación con los activos); ii) el acceso al crédito en 2020 (si la empresa contrajo nuevas deudas), y iii) la interacción entre estas dos variables, para comprender los efectos heterogéneos del acceso al crédito en el desempeño de las exportaciones en diferentes niveles de apalancamiento heredado (véase la ecuación).

$$gr_{f,2020}^{exp} = \beta_1 lev_{f,2019}^h + \beta_2 credit_{f,2020} access + \beta_3 \left(lev_{f,2019}^h \times credit_{f,2020} \right) + Z_{f,2019} + \alpha_f + \alpha_s + \epsilon_{fn}$$

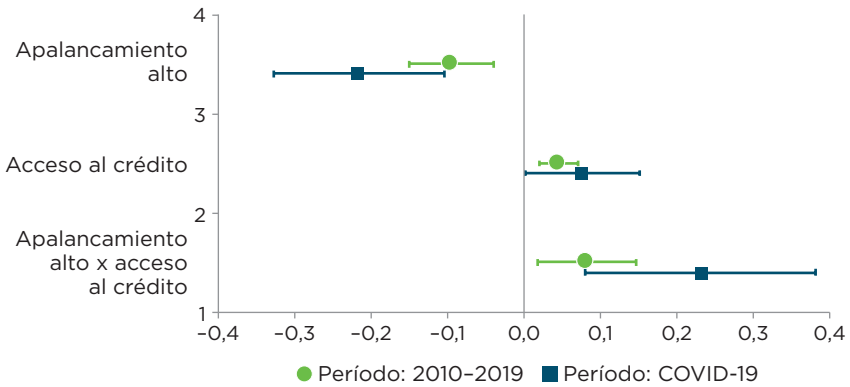
El modelo incluye controles para las características a nivel de la empresa en 2019, a partir de $Z_{f,2019}$, como el valor de los activos totales de la empresa y el nivel de liquidez, si la empresa es importadora o no, el número de años que la empresa ha sido exportadora y el crédito comercial

²⁴ Las transacciones internacionales son más sensibles al acceso al crédito que las transacciones locales, ya que hay una brecha considerable entre el momento en que los exportadores incurren en costos y el momento en que obtienen ingresos de las ventas a los mercados extranjeros. Los exportadores tardan en promedio dos meses más en recibir ingresos por sus ventas, en comparación con los productores locales, debido a los tiempos de aduanas, transportes de larga distancia y distribución en el mercado final.

en relación con los activos totales. Por último, al considerar indicadores para la empresa y el sector, α_f y α_s , el modelo controla por efectos que no varían en el tiempo para la firma, así como por cualquier shock de la demanda sectorial en el desempeño de las exportaciones. El gráfico 11.11 presenta las estimaciones de las principales variables de interés, así como los resultados del modelo para el período anterior a la pandemia.

Los resultados revelan que las empresas que ingresaron en la pandemia con altos niveles de apalancamiento padecen disminuciones más pronunciadas de las exportaciones. Además, las firmas con acceso a los mercados de crédito sufrieron reducciones más leves (el crecimiento de las exportaciones fue menos negativo o más positivo). Por último, los resultados sugieren complementariedades entre el acceso al crédito y la deuda. Las empresas con una deuda alta se benefician más del financiamiento externo que aquellas con una deuda más baja, sobre todo durante la pandemia.

Gráfico 11.11 Desempeño de las exportaciones y deuda de las empresas



Fuente: Estimaciones del BID basadas en datos de la Superintendencia de Sociedades, y datos de aduanas del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas de Colombia (DANE).

Nota: El punto y la barra etiquetados como “Período: COVID-19” corresponden a los resultados del modelo para el año 2020, mientras que el punto y la barra etiquetados como “Período: 2010-2019” muestran los resultados estimando el modelo para ese período. El punto es la estimación para la variable señalada en el eje Y, mientras que la barra ilustra el intervalo de confianza del 95%. El gráfico refleja estimaciones de una regresión donde la variable dependiente es el crecimiento de las exportaciones de la empresa, calculada mediante el método intermedio,

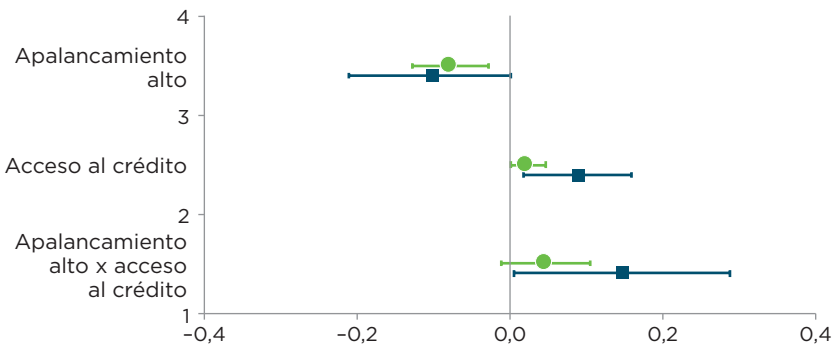
$$g_{ft} = 2(x_{ft} - x_{ft-1}) / (x_{ft} + x_{ft-1}),$$

y las tres principales variables explicativas son: i) “apalancamiento alto”, que adopta el valor de 1 en las empresas con un apalancamiento superior al promedio de la muestra en 2019 y 0 de lo contrario; ii) “acceso al crédito”, que adopta el valor de 1 si la empresa aumenta su nivel total de deuda en el año actual y de 0 en caso contrario, y iii) el término de interacción entre “apalancamiento alto” y “acceso al crédito”. Las regresiones incluyen los siguientes controles a nivel de la empresa: registro de los activos totales en el período anterior, registro de liquidez en el período anterior, estatus de importador de la firma, número de años que la empresa ha sido exportadora y el ratio créditos comerciales/activos totales. Los efectos fijos de empresa y los efectos fijos del sector-tiempo se incluyen en la regresión de panel, y los efectos fijos de sector se incluyen en la regresión transversal.

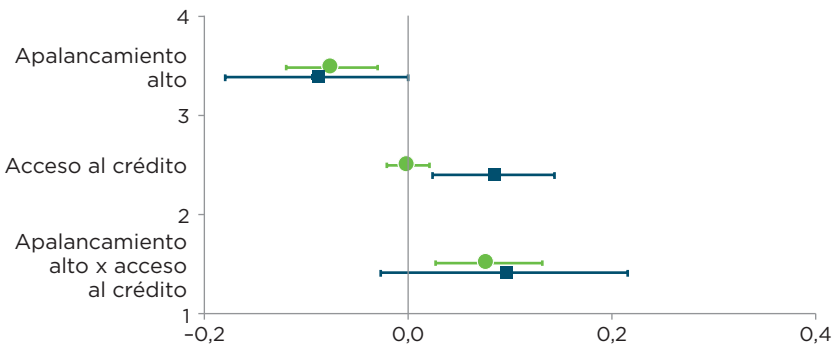
Para los exportadores, la presencia de altos niveles de deuda antes de la pandemia estuvo relacionada con un número menor de exportaciones durante la crisis (medidas por transacciones individuales, y comparativamente a niveles de deuda bajos), así como de cantidad de países a los cuales se destinaron dichas exportaciones, mientras que el acceso al crédito durante la pandemia pareció ayudar a las firmas a mantener los mercados y las operaciones (véase el gráfico 11.12). Estos resultados coinciden con las conclusiones obtenidas mediante la utilización de valores de

Gráfico 11.12 Disminución de las operaciones de exportación, los mercados y la deuda

A. Número de transacciones



B. Número de mercados



● Período: 2010-2019 ■ Período: COVID-19

Fuente: Estimaciones del BID basadas en datos de la Superintendencia de Sociedades, y datos de aduanas del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas de Colombia (DANE).

Nota: El gráfico recoge las estimaciones de una regresión donde la variable dependiente es el cambio en el número de transacciones de exportación (panel A) y el cambio en el número de mercados (panel B). Las tres principales variables explicativas son: i) un indicador denominado “apalancamiento alto”, que es igual a 1 en las empresas con un apalancamiento superior a la media de la muestra en 2019, y cero en cualquier otro caso; ii) una variable binaria denominada “acceso al crédito”, que es igual a 1 si la firma aumenta su nivel total de deuda en 2020 y cero en cualquier otro caso, y iii) el término de interacción entre “apalancamiento alto” y “acceso al crédito”.

las exportaciones. Las empresas con bajos niveles de deuda y acceso al crédito durante la pandemia consiguieron seguir exportando a más mercados (la pérdida de mercados fue menor) y mantener un mayor número de actividades comerciales de exportación (menos transacciones perdidas) en comparación con las firmas con deudas más altas o con aquellas que no pudieron endeudarse.

Estos resultados subrayan que el acceso al crédito durante un shock negativo como la crisis de la COVID-19 ayuda a las empresas exportadoras no solo a suavizar el shock y a sobrevivir sino también a mantener el valor de los bienes exportados, el número de operaciones comerciales y el número de mercados (países) servidos. Las políticas que apoyan a los exportadores asegurando su acceso continuo al crédito en tiempos difíciles podrían tener un impacto importante en el desempeño de las exportaciones de las firmas. Restablecer las relaciones comerciales internacionales una vez que han sido perturbadas es arduo, y perder clientes extranjeros o salir de ciertos mercados de exportación tiene consecuencias a largo plazo en el crecimiento de las exportaciones de las empresas. La capacidad para endeudarse durante una crisis también proporciona a los exportadores la posibilidad de ampliar el crédito comercial a algunos de sus clientes extranjeros, lo cual les permite cubrir el tiempo de rezago entre la producción y las exportaciones y el momento en que se reciben los pagos, a la vez que retiene a clientes que también pueden sufrir limitaciones financieras. Los resultados también indican que las empresas que contrajeron altos niveles de deuda antes del shock pueden sufrir más en tiempos de dificultades que aquellas con niveles de deuda más bajos. La respuesta de políticas también debe tener esto en cuenta, al momento de diseñar los mecanismos de ayuda a las empresas en tiempos difíciles.

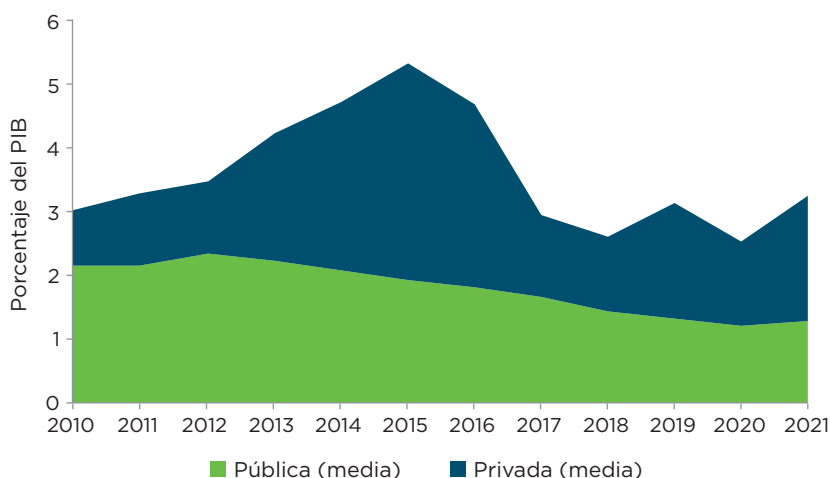
Financiamiento de la infraestructura durante y después de la pandemia

Hasta ahora, este capítulo se ha centrado en las finanzas corporativas y las restricciones crediticias para las empresas en la región, particularmente entre las pymes y las empresas dirigidas por mujeres. Estas restricciones de los créditos generaron tasas de supervivencia más bajas y un peor desempeño de las exportaciones a lo largo de la pandemia para las firmas que sufrieron limitaciones. Sin embargo, la región también se enfrenta a otras restricciones relacionadas con el crédito. En efecto, América Latina y el Caribe presenta una gran brecha de financiamiento de la infraestructura y, sin embargo, el financiamiento público de infraestructura es bajo y ha disminuido sostenidamente desde 2012 debido a problemas fiscales crecientes,

incluso antes de la pandemia (Cavallo, Powell y Serebrisky, 2020). Al mismo tiempo, la región disfrutó de un crecimiento del financiamiento no público de la infraestructura mediante la financiación de proyectos al menos hasta cerca de 2015, aunque esto luego se disipó de manera notable en años previos a la pandemia. En esta sección se revisa qué ocurrió con esta forma de financiamiento a lo largo de la pandemia y en la fase de recuperación.²⁵

La inversión total en infraestructura (pública y no pública) disminuyó como porcentaje del PIB del 3,1% en 2019 al 2,5% en 2020. Vale señalar que, como el PIB se redujo en alrededor del 7%, el descenso de la inversión en infraestructura en términos nominales o en montos expresados en dólares ha sido, en realidad, mucho más pronunciado. En 2021, esta forma de financiamiento se recuperó hasta el 3,2% del PIB (véase el gráfico 11.13). Los datos abarcan la inversión pública (infraestructura financiada mediante cuentas fiscales, como se registra en Infralatam) y el financiamiento no público, el cual incluye recursos de entidades privadas (como bancos, empresas y fondos privados), así como también de bancos multilaterales de desarrollo (BMD) (que no pasan por las cuentas fiscales),

Gráfico 11.13 Inversión en infraestructura, pública y privada



Fuente: Infralatam, IJ Global y la base de datos PPI del Banco Mundial.

Nota: La información sobre inversión pública proviene de Infralatam. La correspondiente a inversión no pública se deriva principalmente de la base de datos IJ Global de Infrastructure Journal, y se complementa con la base de datos PPI del Banco Mundial. La inversión es contabilizada en el momento del cierre financiero. Los refinanciamientos están excluidos, pero se incluye la infraestructura usada únicamente para fines comerciales. Para producir este gráfico se ha utilizado información de 11 países.

²⁵ Véase Cavallo, Powell y Serebrisky (2020) para un análisis que abarca hasta el momento de la pandemia.

entidades estatales externas a América Latina y el Caribe (como bancos públicos, organismos de crédito a la exportación y otros similares), y algunas entidades estatales de América Latina y el Caribe (fundamentalmente, bancos públicos).

Las necesidades anuales de inversión en la región se estiman entre el 4% y el 7% del PIB (véase Cavallo, Powell y Serebrisky [2020] para un debate más detallado sobre las necesidades de inversión en infraestructura y el impacto de las nuevas tecnologías y el cambio climático en esas inversiones). De este total, al menos el 3,2% del PIB regional debe invertirse anualmente de aquí a 2030 para cumplir con el componente de infraestructura de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas relacionados con el agua, el saneamiento, la electricidad, el transporte y las telecomunicaciones (excepto cuestiones relacionadas con la asequibilidad, la resiliencia y sostenibilidad) (véanse el cuadro 11.1 y Brichetti et al., 2021).²⁶ Por lo tanto, persiste la existencia de una gran brecha de inversión en infraestructura.

En términos de dólares, los flujos de financiamiento no públicos de infraestructura disminuyeron de cerca de US\$28.000 millones a menos de US\$22.000 millones en 2020, lo cual implica una reducción del 21%

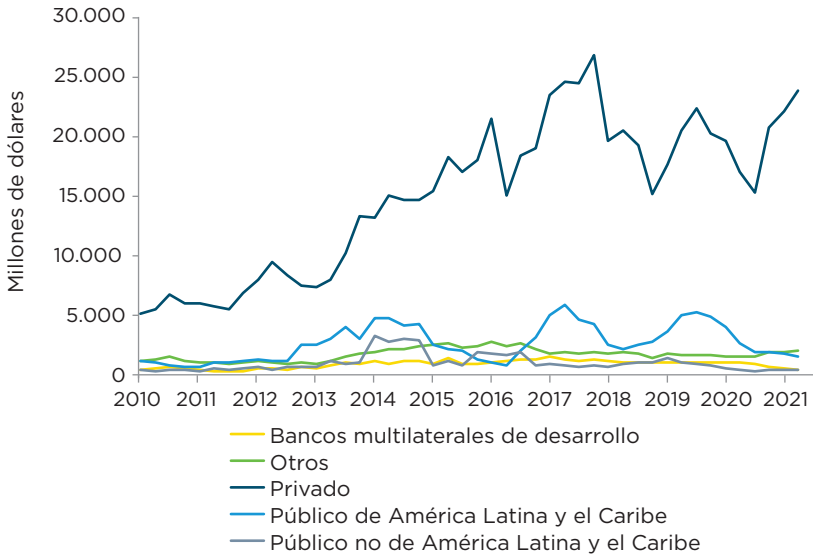
Cuadro 11.1 Inversión adicional mínima necesaria para cumplir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible relacionados con los servicios públicos

Sector	Infraestructura nueva (miles de millones de dólares de EE.UU.)	Mantenimiento y reemplazo de activos (miles de millones de dólares de EE.UU.)	Como porcentaje del PIB regional
Agua y saneamiento	256,0	117,9	0,52%
Electricidad	396,9	180,2	0,81%
Transporte	548,3	427,8	1,37%
Telecomunicaciones	109,4	184,3	0,41%
Total	1.310,5	910,2	3,12%

Fuente: Brichetti et al. (2021).

Nota: El cuadro presenta un límite inferior del gasto anual adicional en inversiones en infraestructura que se requiere en América Latina y el Caribe para 2030, si la región se propone cumplir los Objetivos de Desarrollo Sostenible. El modelo de cálculo se encuentra disponible en <https://interactive-publications.iadb.org/La-brecha-de-infraestructura-en-América-Latina-y-el-Caribe>.

²⁶ El 3,2% del PIB regional no implica un cumplimiento completo de los Objetivos de Desarrollo Sostenible relacionados con la provisión de servicios de infraestructura. Los programas también tendrán que tener en cuenta los problemas de asequibilidad, resiliencia y sostenibilidad, que requerirán, por ejemplo, subsidios focalizados, gestión de la demanda y un diseño de infraestructura capaz de soportar los riesgos de desastres relacionados con el cambio climático.

Gráfico 11.14 Financiamiento no público de infraestructura

Fuente: IJ Global.

Nota: La categoría "Otros" se refiere a proyectos no categorizados y, por lo tanto, podría encontrarse en los grupos anteriores. El gráfico excluye el refinanciamiento. Las transacciones bajo este último han alcanzado un promedio de US\$3.600 millones por trimestre desde 2018 (Simón et al., 2021).

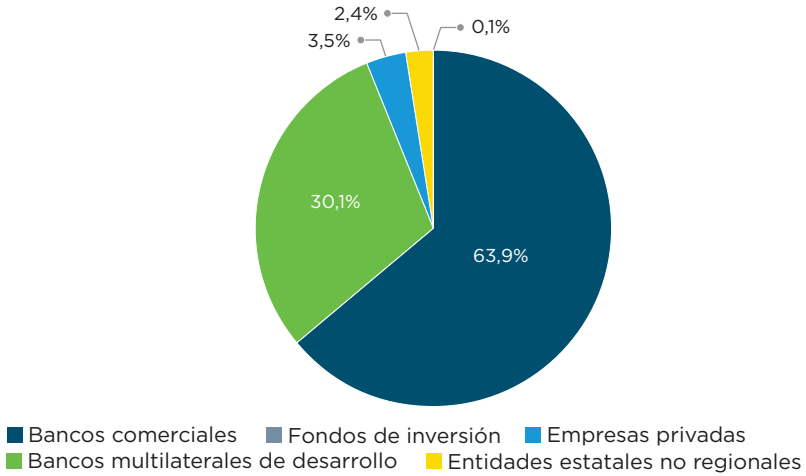
(véase el gráfico 11.14). Todas las fuentes de financiamiento de infraestructura mostraron una caída. Es probable que esta refleje más una disminución de la demanda y el impacto de intentar renegociar los contratos que un brusco aumento de las restricciones del crédito.²⁷

Es interesante señalar que el financiamiento privado de infraestructura se recuperó con fuerza en 2021, y aumentó un 40% entre 2020 y 2021. El sistema bancario financia el 64% de la inversión en infraestructura en la región (gráfico 11.15). Los instrumentos más habituales que manejan los bancos comerciales son préstamos a plazos y bonos comerciales. Los préstamos a plazos han ido disminuyendo, mientras que los bonos se convierten cada vez más en el instrumento financiero preferido de los bancos comerciales; esta tendencia parece haber continuado durante la pandemia (véase el gráfico 11.16).

El sistema bancario privado se enfrenta cada vez más a mayores restricciones para proporcionar préstamos a más largo plazo. Los bancos

²⁷ Esta premisa está respaldada por los fuertes flujos de capital a la región durante el tercer y cuarto trimestres de 2020 con fuertes emisiones de bonos de las empresas y los gobiernos (Cavallo y Powell, 2021), y por el comentario sobre las renegociaciones de los contratos en el Banco Mundial (2020).

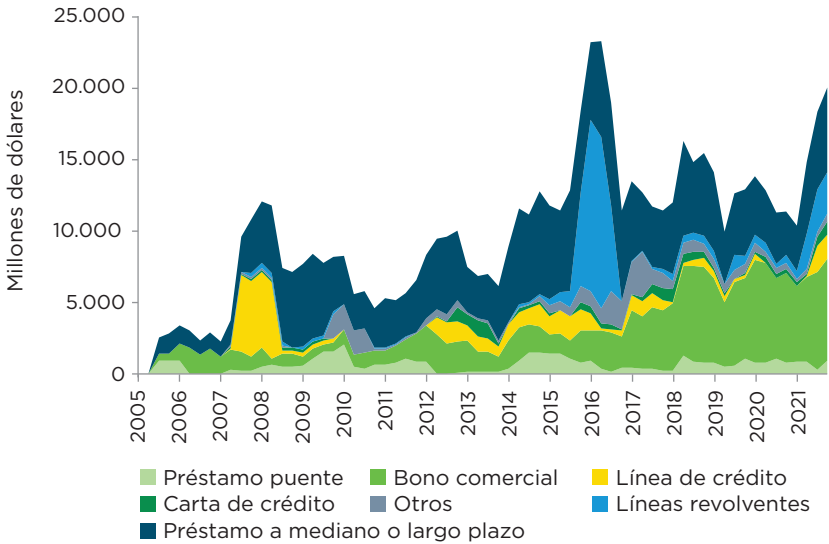
Gráfico 11.15 ¿Quién financió infraestructura en la región?



Fuente: IJ Global.

Nota: El total excluye la infraestructura financiada por el sector público a través de cuentas fiscales.

Gráfico 11.16 Financiamiento de infraestructura de los bancos comerciales por instrumento



Fuente: IJ Global.

reportan que la preocupación a propósito de la brecha entre los vencimientos del financiamiento y los plazos de los préstamos han hecho más difícil la concesión de préstamos a plazos, sobre todo debido a los cambios en materia de regulación (véase Cavallo, Powell y Serebrisky, 2020). Esta situación afecta particularmente al financiamiento estructurado, habitual en los proyectos de infraestructura mediante asociaciones público-privadas (APP), en cuyo caso el proyecto se financia de manera privada (fundamentalmente, a través del sistema bancario) y se paga utilizando el ingreso generado por el propio proyecto mediante peajes, tarifas u otros, que generalmente se denominan en moneda local (Prats y Ketterer, 2019). El uso de financiamiento mediante bonos (donde el vehículo de propósito especial del proyecto emite un bono que inicialmente es comprado por un banco) ha crecido y es probable que los bancos estén favoreciendo este enfoque, ya que es más fácil vender esos bonos respaldados por infraestructura a otros inversionistas después del cierre financiero (véase Ketterer y Powell [2018] para un debate sobre el riesgo compartido en el financiamiento de infraestructura y el uso de bonos de infraestructura). Como fuentes de financiamiento de infraestructura, los bancos también pueden verse restringidos por límites a la exposición de un solo sector de un determinado país (Simón et al., 2021).

Conclusiones y recomendaciones de política

Las limitaciones del crédito siguen siendo importantes para las empresas de la región, particularmente para las pymes y las firmas dirigidas por mujeres. Durante la pandemia, esto ha ido en detrimento de las empresas restringidas, que tenían menos probabilidades de sobrevivir y más probabilidades de atrasarse en los pagos a las instituciones financieras y, en caso de ser exportadoras, posiblemente vieran resentido su desempeño comercial. Estos resultados destacan el valor del crédito para manejar shocks negativos, pero es indudable que esos mismos obstáculos tienen un impacto en la inversión y en el crecimiento de las empresas. En términos más generales, en la región sigue habiendo relativamente pocas empresas grandes, exitosas y altamente productivas, y una larga cola de firmas pequeñas y menos productivas. De hecho, la pandemia ha aumentado aún más la cantidad relativa de pequeñas empresas.²⁸ La región también sigue invirtiendo demasiado poco en infraestructura y, como en

²⁸ Véase Powell y Rojas-Suárez (2022) para un debate sobre el tema y un análisis más detallado.

los próximos años el financiamiento público se contraerá, será necesario impulsar la inversión del sector privado en proyectos productivos.

El análisis que se detalla en este capítulo da lugar a ciertas recomendaciones de política que se exponen a continuación. Cada una de ellas debería diseñarse cuidadosamente y a la medida de las características particulares de cada país.

La información crediticia es clave para asegurar que los mercados de crédito funcionen de manera eficiente. A su vez, esto implica leyes y regulaciones bien elaboradas para recopilar y compartir información crediticia que equilibre las preocupaciones debidas al almacenamiento de datos y su privacidad con los imperativos comerciales de los prestamistas, que requieren buena información para prestar con confianza a personas y empresas. Las regulaciones que impiden compartir tanto la información positiva como negativa de los clientes generan que haya menos crédito disponible y que sea más caro. Las regulaciones que impiden la innovación y la entrada de nuevos tipos de prestamistas como las empresas *fintech*, y les permiten utilizar nuevas tecnologías para recopilar y procesar información, también pueden ser contraproducentes, y deben equilibrarse en relación con las normas necesarias para la protección del consumidor y la estabilidad financiera.

Al mismo tiempo, la operación del mercado en lo que atañe a la información crediticia debe estudiarse atentamente. Por un lado, ese mercado tiene las características de un monopolio natural, pero, por otro, la disponibilidad de datos no debería ser una barrera para la entrada de nuevas instituciones financieras. Claramente, el marco legal y la regulación del mercado de la información crediticia son elementos cruciales. Este marco debería permitir que las oficinas de crédito eficientes y de bajo costo manejen nuevas tecnologías, pero también asegurar que las personas y las empresas tengan confianza en la calidad de la información proporcionada.

Otro ámbito donde las reformas podrían contribuir a impulsar el acceso al crédito está relacionado con las garantías. Estas constituyen un recurso elemental para que los prestatarios puedan obtener préstamos a bajas tasas de interés, sobre todo si se enfrentan a dificultades para proporcionar y confirmar la credibilidad de la información de su balance o su historial crediticio. Sin embargo, las tasas más bajas solo estarán disponibles si hay confianza en el valor de la garantía y los derechos del prestamista sobre esta última en el caso de impago. Las reformas que mejoran el funcionamiento de los registros de las garantías pueden proporcionar beneficios considerables a los prestatarios. Estas reformas pueden permitir diferentes tipos de garantías, incluidas garantías mobiliarias, si es que eso no está contemplado.

Los bancos siguen siendo la fuente más importante de financiamiento externo para las empresas de la región. El crecimiento de los mercados de capital locales proporcionaría más alternativas para que las firmas obtengan financiamiento. En el capítulo 3 de este informe se describe con todo detalle el crecimiento de estos mercados hasta la fecha y se sugieren políticas que contribuyan a desarrollarlos aún más. Hasta el momento, los mercados internos se centran más en emisiones soberanas que corporativas, y los mercados de capital siguen siendo subdesarrollados. Para mejorar los mercados financieros locales para las empresas, deberían mejorarse las prácticas de gobernanza corporativa y la protección a terceros y a inversionistas minoritarios. La reforma de los sistemas de pensiones, de manera que se conviertan en una piedra angular del ecosistema para el financiamiento a largo plazo en la región, contribuiría enormemente.

El crédito también desempeña un papel esencial en el comercio. Los exportadores que tuvieron acceso al crédito mostraron un mejor desempeño comercial a lo largo de la pandemia; mantuvieron de forma más sostenida los valores de las exportaciones, la cantidad de transacciones comerciales y el número de mercados de exportación (países donde exportan). Si bien esto subraya el rol de los mercados de crédito para proteger el comercio durante un shock negativo, es indudable que el acceso al crédito también permite un mejor desempeño comercial en términos más generales. El acceso al crédito para el comercio podría mejorarse significativamente si se garantiza el buen funcionamiento de los mecanismos generales del crédito comercial y la cadena de suministro (incluidos los mecanismos de factoraje inverso). Las interrupciones de las exportaciones pueden resultar costosas, debido a que las conexiones con las empresas importadoras (o en los países importadores, en términos más generales) pueden perderse y sería difícil reemplazarlas o restablecerlas. Por consiguiente, puede argumentarse en favor del apoyo público para mantener el flujo del crédito para los exportadores (o los importadores, que también pueden sufrir la amenaza de perder conexiones con las empresas exportadoras en otros países), particularmente durante períodos de interrupciones en el funcionamiento normal de los mercados.

La pandemia propició la creación o la expansión de esquemas de garantía pública para mantener los flujos de crédito. Estos parecen haber tenido éxito y permitido que las firmas que de otra manera no habrían tenido acceso al crédito pidieran préstamos o redujeran el costo de los mismos debido a la incertidumbre durante la pandemia. A medida que los impactos económicos de la pandemia se disuelven y las cuentas fiscales se vuelven más ajustadas, los países van recortando esas iniciativas. Para las empresas con altas deudas pendientes, garantizar más deuda puede que no sea el mejor enfoque. Además, algunos sectores han logrado resultados

relativamente buenos, particularmente aquellos que se han beneficiado de las nuevas tecnologías digitales, y las firmas sólidas que funcionan en esos ámbitos no necesitan dicho apoyo. Por lo tanto, la situación exige una perspectiva más focalizada, que implique centrarse primero en las pymes que tienen buen potencial, pero que pueden verse refrenadas debido a las secuelas de la pandemia. Si bien pareció algo sorprendente que relativamente pocas grandes empresas quebraran durante la pandemia, las que sobrevivieron recortaron los costos y redujeron las inversiones. Los responsables de las políticas deben tener en cuenta las medidas de política que apoyarían la inversión para que las firmas reconstruyan su acervo de capital, lo cual incluye garantías sobre nuevos préstamos para las empresas que tienen espacio para contratar más deuda, o mediante el uso de capital propio o de instrumentos similares.²⁹

El financiamiento privado de la infraestructura en América Latina y el Caribe también debería ampliarse con el fin de cerrar las brechas que persisten en la región, particularmente en un contexto de limitaciones fiscales. Las organizaciones multilaterales orientadas al sector privado, como BID Invest, tienen un rol destacado en el financiamiento de infraestructura, ya que proporcionan servicios de asesoría que fortalecen las condiciones favorables para la participación del sector privado en el sector, bajo el arreglo contractual que resulte óptimo para la sociedad, ya sea una APP u otras modalidades (véase Cavallo, Powell y Serebrisky, 2020). Los BMD también pueden incorporar el capital de acreedores privados para mejorar los términos del financiamiento de la deuda. De hecho, por cada dólar invertido, los BMD pueden movilizar aproximadamente US\$7 en créditos bancarios a lo largo de un período de tres años (véase Broccolini et al., 2021).

Como los bancos comerciales pueden verse cada vez más restringidos en el financiamiento de infraestructura, un aumento del apoyo para escalar los instrumentos de financiamiento mediante mercados de capital contribuirá a diversificar el perfil de los inversionistas y a movilizar recursos con foco en ámbitos de impacto específicos (como el clima o determinados aspectos sociales). Además, una gran cantidad de ingresos provenientes de los proyectos son en moneda local; por eso, las estructuras de proyectos

²⁹ Véase Powell y Rojas-Suárez (2022). Estos autores sugieren que, a medida que continúa la recuperación económica, se requieren nuevas formas de apoyo, incluida una institución público-privada (como un fondo fiduciario) con un mandato limitado en el tiempo que identificaría las empresas viables y favorecería su crecimiento mediante recursos de capital adicionales y mejoras en los sistemas de gobernanza. También argumentan a favor de apoyar las redes de capital de riesgo del exterior y del interior de la región para contribuir a crear nuevas firmas de alta tecnología con fuertes conexiones internacionales.

que incorporan instrumentos de mitigación del riesgo cambiario pueden ser útiles para atraer a inversionistas internacionales (Simón et al., 2021). Los riesgos de los proyectos de infraestructura son muchos y variados. Algunos pueden diversificarse y otros se pueden cubrir mediante instrumentos de mercado. Los BMD tienen una ventaja comparativa para mitigar riesgos políticos y regulatorios que pueden ser sistémicos, y allí donde no existen instrumentos de mercado para la mitigación de riesgos.³⁰

Una arquitectura financiera adecuada (que incluya el uso de garantías, estructuras de primera pérdida y préstamos subordinados e intermedios) puede, por un lado, explotar las ventajas comparativas de estos diferentes instrumentos y, por otro, coincidir con el apetito de riesgo de los inversionistas.

A medida que la región se recupera de la pandemia, otros riesgos están aumentando, como los climáticos y los ambientales, y los consumidores son cada vez más conscientes y están más interesados en el origen de los productos, así como en la sostenibilidad y la huella ambiental de la producción y otros procesos empleados por las empresas. Por su parte, las firmas —y sus inversionistas— han demostrado un interés considerable en mejorar sus estándares ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés). Los gobiernos nacionales y las instituciones financieras internacionales tienen un importante papel que cumplir en el apoyo de estas tendencias. Pueden comenzar sencillamente por brindar información y asesoría para asegurar que todas las partes sean conscientes de los problemas y sepan cuál es la mejor manera de minimizar los riesgos ESG, y por adoptar mejores normas. A su vez, esto exige un sistema creíble para las calificaciones ESG. Sería beneficiosa la convergencia de un pequeño conjunto de estándares bien entendidos y generalmente aceptados. A medida que crece el interés en instrumentos de financiamiento de ESG, así como el volumen de los mismos, se vuelve cada vez más importante asegurar que las normas sean significativas y que aborden adecuadamente los riesgos pertinentes. Si esto se puede lograr, podría convertirse en una fuerza sumamente potente capaz de mejorar los resultados ambientales en los próximos años.

³⁰ Véase Ketterer y Powell (2018) para un tratamiento del tema.

Vulnerabilidades en las hojas de balance corporativo como resultado de la pandemia

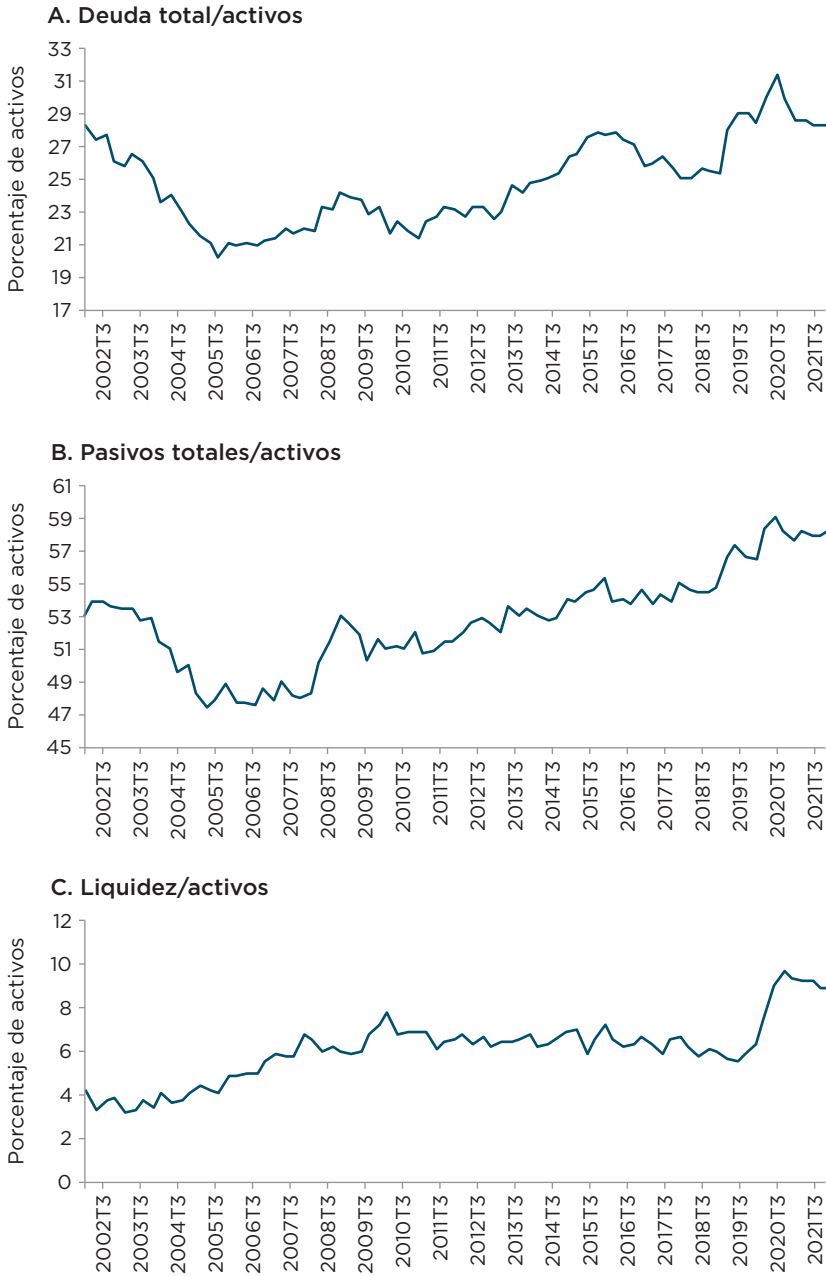
La recesión inducida por la pandemia de COVID-19 provocó una brusca caída de los gastos de capital de las empresas tanto en América Latina y el Caribe como en el resto del mundo. Las tasas de inversión cayeron un 42% en la región, en comparación con un 39% en otras economías emergentes y un 36% en las economías avanzadas.¹ Al mismo tiempo, el apalancamiento de las firmas aumentó gracias a que estas aprovecharon las bajas tasas de interés y la asistencia pública, allí donde estuvieran disponibles, para construir reservas en efectivo con el fin de sobrevivir a la crisis. Si bien las políticas extraordinarias de apoyo a las empresas contribuyeron a mitigar las dificultades financieras y a evitar quiebras generalizadas, el sector corporativo ha emergido con aún más vulnerabilidades en sus hojas de balance que antes de la crisis.

El apalancamiento de las empresas de la región se ha incrementado desde finales de la crisis financiera global, y ha alcanzado niveles récord durante la COVID-19: una mediana del 31% medida como deuda pendiente (aquella que devenga intereses) en relación con los activos totales, y del 59% si se considera el total de pasivos (incluyendo los créditos comerciales y otros tipos de obligaciones) dividido por los activos totales (véanse los paneles A y B del gráfico 12.1). Aunque la deuda pendiente de las empresas ha recuperado niveles similares a los del período prepandémico en la firma promedio de América Latina y el Caribe, hacia finales de 2021 el total de los pasivos se mantuvo en niveles históricamente elevados.

Los altos niveles de apalancamiento y otras medidas de riesgo registradas en la primera mitad de 2020 generaron una preocupación considerable a propósito de la posibilidad de un “problema de sobreendeudamiento”.

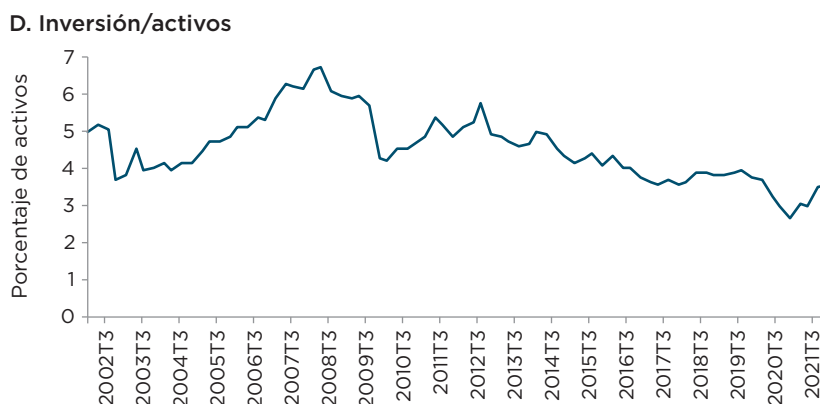
¹ Los datos utilizados en este capítulo incluyen información de cinco de los países más grandes de América Latina y el Caribe: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. A lo largo del capítulo, la expresión economías emergentes se utiliza para referirse a otras economías en desarrollo fuera de América Latina y el Caribe.

Gráfico 12.1 Alza de la deuda, desplome de las inversiones: la acumulación de vulnerabilidades del balance en América Latina



(continúa en la página siguiente)

Gráfico 12.1 Alza de la deuda, desplome de las inversiones: la acumulación de vulnerabilidades del balance en América Latina (continuación)



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Refinitiv (2022).

Nota: Los gráficos muestran la mediana de la variable respectiva considerando todas las empresas listadas en bolsa en cinco países de América Latina y el Caribe: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Todas las cifras se expresan en porcentajes de los activos totales. La deuda total que se presenta en el panel A abarca solo las obligaciones que devengan intereses, mientras que el total de pasivos que se muestra en el panel B abarca todas las obligaciones financieras de la empresa. La liquidez del panel C incluye el efectivo disponible y las inversiones a corto plazo. Por último, la tasa de inversión del panel D se mide como gastos de capital bruto en relación con los activos totales. El período de la muestra se extiende desde el 1.er trimestre de 2002 hasta el 4.to trimestre de 2021.

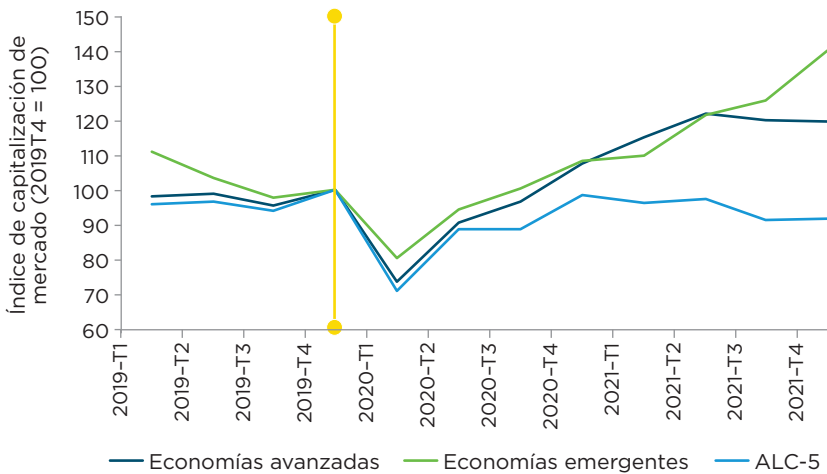
Esto se produce cuando los altos niveles de deuda impiden que una empresa tenga acceso a nuevos préstamos, lo cual trae aparejado una baja tasa de inversión (véanse Myers, 1977; Brunnermeier y Krishnamurthy, 2020a; y Jordà et al., 2020). Durante la pandemia, muchos países anunciaron moratorias de los préstamos y ofrecieron garantías parciales de los mismos para mantener los flujos de crédito de los bancos a las firmas y para incentivar la recuperación económica; sin embargo, muchas firmas han utilizado esos préstamos para acumular reservas de efectivo precautorias (panel C del gráfico 12.1) en lugar de invertir en capital físico (panel D del gráfico 12.1). Los niveles históricamente bajos de los gastos de capital han deteriorado los *stocks* de activos fijos, a menudo considerados como el capital productivo de una empresa, lo que implica que, para sostener el crecimiento en los meses futuros, se requerirán flujos aún mayores de inversión física que los observados en el período pre-pandémico (Powell y Rojas-Suárez, 2022).

Hacia finales de 2020, los precios de las acciones alcanzaron niveles récord en muchos países del mundo; sin embargo, la recuperación de las valoraciones de mercado se rezagó en América Latina y el Caribe. Las firmas

de la región registran valoraciones más bajas y más volátiles que antes de la pandemia, lo que implica que el riesgo ha aumentado (véase el gráfico 12.2). Por ejemplo, en el primer trimestre de 2020, la capitalización de mercado en la región se desplomó un 30% en comparación con el último trimestre de 2019, mientras que en otras economías emergentes la caída fue de solo un 20% durante el mismo período y la recuperación, mucho más rápida. Las valoraciones del mercado bursátil en las economías avanzadas y en las emergentes de otras regiones ya habían recuperado los niveles anteriores a la pandemia a fines de 2020, mientras que las mismas valoraciones no habían alcanzado dichos niveles previos ni siquiera a finales de 2021 para la firma típica de la región. La invasión rusa a Ucrania y las subas de las tasas de interés en Estados Unidos y en otras economías avanzadas desde entonces han aumentado aún más la volatilidad de los mercados financieros.

Este capítulo estudia el impacto de la deuda corporativa y otras medidas de riesgo en las inversiones de las empresas, sobre la base de 20 años de datos que abarcan el universo de las firmas que cotizan en bolsa en 47 países en desarrollo y desarrollados. El análisis sugiere una visión más bien matizada de un problema de sobreendeudamiento potencial de las empresas después de la crisis ocasionada por la COVID-19. Por un lado, en las empresas con alto riesgo de insolvencia, un alto nivel de

Gráfico 12.2 Recuperación incompleta en las valoraciones del mercado bursátil



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Refinitiv (2022).

Nota: El valor de mercado de la empresa se calcula multiplicando el número de acciones por el último precio. Los valores de mercado de las firmas en dólares de Estados Unidos se convierten a unidades de la moneda local y son indexadas al 4.º trimestre de 2019 = 100. El gráfico refleja el valor mediano del índice para las firmas en cada región considerada ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

apalancamiento puede resultar en un problema de sobreendeudamiento y subinversión. Por otro, en las empresas con grado de inversión (baja probabilidad de impago), el problema de sobreendeudamiento tiende a desvanecerse, y en muchos casos, niveles más altos de deuda se asocian con más y no con menos inversión en capital físico.

En otro orden, este capítulo muestra que las crisis económicas tienden a amplificar los problemas de sobreendeudamiento, y su efecto dinámico negativo en las tasas de inversión puede persistir durante dos a tres años después de una recesión. Más aún, América Latina y el Caribe tiende a sufrir más severamente los efectos del sobreendeudamiento que otras regiones emergentes y economías avanzadas. Debido a los efectos simultáneos de la pandemia sobre la deuda y el riesgo corporativo, es probable que las bajas tasas de inversión se mantengan en los próximos años, particularmente en los sectores de contacto directo, que sufrieron más durante la crisis de la COVID-19.

Luego de esta breve introducción, el capítulo revisa la literatura tradicional acerca del problema de sobreendeudamiento y presenta estadísticas clave para el análisis del balance de las empresas. Posteriormente, pasa a considerar la relación histórica entre el apalancamiento de las firmas, el riesgo corporativo y la inversión, y analiza el problema del sobreendeudamiento durante grandes recesiones económicas empleando datos recientes de los balances de las empresas, que sugieren que la inversión puede seguir decayendo durante algún tiempo. El capítulo acaba con un debate sobre posibles opciones de políticas para reducir los niveles de apalancamiento y riesgo corporativo y, de esta manera, acelerar la inversión e impulsar la recuperación económica postpandemia.

Definición de sobreendeudamiento de las empresas

Un problema de sobreendeudamiento de las empresas se refiere a una situación en la cual las firmas con dificultades financieras, definidas como aquellas que tienen deudas o una carga de intereses relativamente altas, dejan pasar oportunidades rentables de inversión que aumentarían el valor de la empresa. La idea principal es que las firmas muy apalancadas tienen dificultades para emitir nueva deuda porque, ante el temor de que la empresa pueda caer en impago, los inversionistas pedirán tasas de interés más altas o racionarán el crédito. En este caso, los inversionistas pueden ser accionistas, reacios a emitir más acciones, o acreedores, que sospechan que serán los últimos a los que se pagará en caso de impago.² En cualquier

² También hay teorías basadas en conflictos de agencia entre directivos y accionistas (véase Hart y Moore, 1994).

caso, hay una falla de mercado debido a una posible insolvencia y a la jerarquía financiera de los pasivos, lo que provoca una falla del teorema de la irrelevancia de las finanzas corporativas de Modigliani-Miller.³

El problema del sobreendeudamiento puede entenderse como un conflicto (fricción) entre los tenedores de acciones y los acreedores (o entre los acreedores con diferentes niveles de antigüedad). En un marco clásico de finanzas corporativas, maximizar el valor de los accionistas no se corresponde con maximizar el valor de la empresa, sencillamente porque el flujo de caja de los accionistas (dividendos) difiere del flujo de caja de la firma (véase Brunnermeier y Krishnamurthy, 2020b). La distancia entre estos objetivos aumenta a medida que las dificultades financieras de la empresa se agudizan. Cuando esta se acerca a una situación de insolvencia o impago, el valor apropiable por los accionistas disminuye hasta casi cero y los acreedores de la firma recibirán cualquiera sea el valor residual de la misma. Intuitivamente, la fuente de la ineficiencia se debe al hecho de que los accionistas no consideran (“internalizan”) el valor de recuperación de la empresa en caso de quiebra. Por lo tanto, cuanto más alta sea la probabilidad de quiebra, mayor será la brecha entre los intereses de los accionistas y los acreedores, lo cual exacerba el efecto negativo del sobreendeudamiento en la inversión productiva.⁴

De la misma manera, para Myers (1977), el problema de subinversión es el resultado directo de la baja prioridad de los accionistas versus los acreedores situados más arriba en la jerarquía financiera. En un modelo teórico de la empresa, Myers muestra que, si la firma es demasiado riesgosa, emitir más deuda puede reducir el valor de mercado actual de la empresa, dado que esta no invertirá óptimamente. En la práctica, las firmas enfrentan un *trade-off* entre los incentivos tributarios para emitir deuda y el costo creciente que un alto apalancamiento tiene sobre las decisiones óptimas de inversión productiva.

³ En su nivel más básico, el teorema de Modigliani-Miller sostiene que, bajo ciertos supuestos, es irrelevante si una empresa financia sus operaciones mediante deuda, emisión de acciones o reinversión de ganancias.

⁴ La asimetría generada con el impago también explica por qué los accionistas de empresas a punto de declarar la quiebra pueden decidir distribuir los dividendos o apostar de manera ineficiente con las líneas de crédito que quedan y quizás evitar la reestructuración. Jensen y Meckling (1976) proponen una teoría de transferencia de riesgo (o sustitución de activos), de acuerdo con la cual accionistas altamente apalancados tienen el incentivo para invertir en proyectos riesgosos con un valor presente negativo, porque pueden cosechar los beneficios si la apuesta sale bien, mientras que declaran la quiebra, a expensas de los tenedores de bonos, si sale mal.

Myers (1977) subraya que el efecto nocivo del sobreendeudamiento no es sencillamente una cuestión de subinversión física en plantas y equipos. Por el contrario, el sobreendeudamiento puede distorsionar una amplia gama de gastos discrecionales, como, por ejemplo, publicidad, fuerza de ventas, mejoras de eficiencia, incorporación de tecnologías nuevas, y la contratación y capacitación de los empleados. Todas estas actividades pueden entenderse como opciones que la empresa puede ejercer o no, y las decisiones para ejercerlas o no hacerlo depende del tamaño de los pagos que se hayan comprometido a los acreedores de la firma (Myers, 1977: 156). De la misma manera, Brunnermeier y Krishnamurthy (2020a) sostienen que un sobreendeudamiento puede crear una distorsión que lleve a las empresas con dificultades financieras a despedir trabajadores, abstenerse de gastos de mantenimiento que sostienen el valor de la firma y retrasar la presentación de una declaración de quiebra más allá de lo que es socialmente eficiente.

La próxima sección presenta estadísticas descriptivas sobre las tasas de inversión a nivel de las empresas y correlaciones con las medidas de apalancamiento y riesgo corporativo. El foco se centra en las firmas que cotizan en bolsa, por dos motivos. En primer lugar, como sostienen Brunnermeier y Krishnamurthy (2020a) y Myers (1977), los conflictos entre diferentes tipos de tenedores de pasivos son más relevantes en firmas grandes que en las más pequeñas, que son administradas directamente por el propietario o empresas familiares. En segundo lugar, la pregunta es si el efecto de sobreendeudamiento también depende del riesgo de la empresa, que varía a lo largo del tiempo, como sugieren Hennessy, Levy y Whited (2007). El análisis que se presenta aquí se basa en información sobre las firmas que cotizan en bolsa, ya que los datos diarios sobre los precios del mercado bursátil permiten realizar estimaciones del riesgo de las mismas en cada momento del tiempo.

Determinantes de la inversión corporativa

A partir del trabajo seminal de Myers (1977) y de la nutrida agenda de investigación que le siguió, en el recuadro 12.1 se esboza una teoría de los problemas de sobreendeudamiento que implica que los impactos sobre la inversión se volverían más graves a medida que aumente el nivel de apalancamiento o el riesgo de impago de la empresa. Esto, a su vez, puede ser el resultado de shocks que tienen un efecto negativo en las valoraciones de la firma o que elevan su volatilidad. Luego, es natural que el problema de sobreendeudamiento sea más profundo en las recesiones, cuando los flujos de caja son bajos, las valoraciones de las empresas caen bruscamente y la volatilidad general tiende a aumentar.

Recuadro 12.1 Una teoría sencilla del sobreendeudamiento

Piénsese en una empresa que cuenta con la oportunidad para invertir en un proyecto con costo I y beneficios V . Naturalmente, la firma está dispuesta a invertir si $V > I$. Supóngase ahora que la empresa tiene un nivel de deuda predefinido D , adquirido antes de que se revelara la oportunidad de inversión, y que debe pagar durante el período de inversión. En este caso, solo invertirá si $V > I + D$, una condición más estricta que sin la deuda “heredada”. En otras palabras, si $I < V < I + D$, la firma se abstendría de llevar a cabo una inversión que de otra manera sería rentable sobre la base de un motivo que no guarda ninguna relación con el proyecto, a saber, una deuda heredada grande.^a

Ahora bien, imagínese un grado de incertidumbre en los beneficios $V(s)$ del proyecto, donde s en S indexa el “estado de naturaleza”, S es el conjunto de estados posibles ordenados desde malos a buenos estados, y $V(\cdot)$ es creciente y cóncavo. Habrá un estado crítico s^* en S de manera que $V(s^*) = I + D$: las empresas estarán dispuestas a invertir en los buenos tiempos $s > s^*$ y deciden óptimamente no invertir en las recesiones $s < s^*$. En algunos estados de naturaleza, una firma financiada con deuda riesgosa descartará oportunidades de inversión valiosas. Este es el clásico problema de sobreendeudamiento ilustrado en Myers (1977).

Por último, supóngase que muchas empresas de la economía están indexadas por i , y el estado de naturaleza corresponde a un componente z_i idiosincrásico (específico de la empresa) (piénsese, por ejemplo, en la productividad a nivel de la firma). Para fines ilustrativos, supóngase que no hay un estado agregado s . Supóngase también que hay dos tipos de empresas: i) empresas “seguras” con un nivel de productividad seguro $z_i = 1$ y un beneficio $V_{\text{segura}} = V(1)$, y ii) empresas “riesgosas”, con una productividad aleatoria z_i , basada en una distribución normal con media igual a uno y con una desviación estándar para la cual $V_{\text{riesgosa}} = E[V(z_i)] < V(E(z_i)) = V(1) = V_{\text{segura}}$ (la desigualdad se sigue de la Desigualdad de Jensen aplicada a la función cóncava $V(\cdot)$).^b Intuitivamente, los agentes con aversión al riesgo preferirían el valor seguro al valor previsto en lugar de apostar para obtener el valor previsto de todos los estados posibles. Para el mismo nivel de D (e I), las empresas riesgosas tendrán más dificultades para cumplir con la condición de la inversión $V_i > I + D$, i en {segura, riesgosa}, porque $\sigma > 0$ induce $V_{\text{riesgosa}} < V_{\text{segura}}$. Hennessy, Levy, y Whited (2007) presentan una teoría formal que predice que el sobreendeudamiento es más pronunciado en las firmas con apalancamiento elevado y con altas probabilidades de impago o insolvencia.

Para resumir, este modelo sencillo predice un problema de sobreendeudamiento más fuerte cuando las empresas tienen una deuda preexistente elevada, en estados malos de naturaleza (recesiones económicas) como la crisis de la COVID $s < s^*$, y para empresas más riesgosas con un σ alto. El análisis que se presenta en el texto principal de este capítulo está diseñado para testear empíricamente las predicciones de este modelo, y encuentra evidencia sólida de su validez.

^a Un supuesto implícito es que la empresa comienza sin ningún otro activo, sin futuros flujos de caja, etc. Para capturar el efecto de sobreendeudamiento, en el modelo hay una obligación preexistente de deuda pública con un cupón b perpetuo. El valor de la deuda pública se denomina D : la deuda pública no se puede renegociar. Este supuesto se debe a dos motivos. En primer lugar, el modelo debe capturar la distorsión planteada por Myers (1977). La renegociación eliminaría la distorsión. En segundo lugar, el supuesto es adoptado como medida realista. En el mundo real, la dificultad de renegociar la deuda pública se debe a los costos de coordinación y a los problemas de parasitismo.

^b La desigualdad de Jensen para una función estrictamente cóncava $V(\cdot)$ establece que $V(E[z]) > E[V(z)]$.

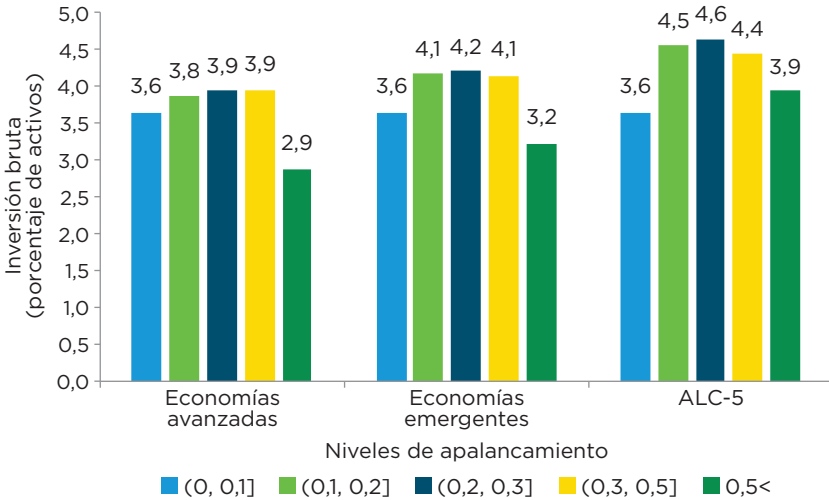
Para ilustrar la relación entre apalancamiento corporativo e inversión, el gráfico 12.3 muestra la mediana de las tasas de inversión,⁵ definidas como gastos de capital real como porcentaje de los activos totales, para diferentes niveles de apalancamiento, entendido este como el ratio de deuda pendiente en relación con los activos totales.⁶ Los datos muestran que la inversión se incrementa con el apalancamiento para niveles bajos o moderados de deuda corporativa, y luego disminuye para niveles de apalancamiento altos. Intuitivamente, tener un nivel razonable de deuda corporativa es beneficioso para financiar la inversión y suavizar las operaciones, pero un apalancamiento excesivo lleva a la empresa a una zona de vulnerabilidad en la que las dificultades financieras pueden incrementar la probabilidad de insolvencia y, de esta manera, desalentar la inversión.

El gráfico 12.3 revela que la tasa de inversión para firmas con distintos niveles de apalancamiento es estable en diferentes regiones. Las tasas de inversión más altas se observan en compañías con niveles de apalancamiento moderado, entre 0,2 y 0,3 (20% y 30% de los activos) en todas las regiones consideradas. Esas tasas de inversión máxima ascienden

⁵ La mediana o el percentil 50 es la cantidad en el punto medio en una lista clasificada y ascendente de valores observada en una muestra. La mediana es más ilustrativa que el promedio en presencia de valores atípicos, que es normalmente lo que ocurre cuando se utilizan bases de datos a nivel de firmas.

⁶ Para comparar diferentes regiones geográficas, se toman en cuenta los rangos del apalancamiento común en lugar de un criterio más estadístico, como quintiles de apalancamiento específicos por región. Los rangos considerados son $(0, 0.1]$, $(0.1, 0.2]$, $(0.2, 0.4]$, $(0.4, 0.6]$ y $(0.6, \infty)$, y están diseñados de tal manera que el grupo del centro contiene el apalancamiento promedio de 0,27 (27% de los activos) y el apalancamiento mediano de 0,22 (22% de los activos) en toda la muestra. Un paréntesis indica que la variable se sitúa estrictamente dentro del rango pertinente mientras que un corchete indica que la variable también puede ser igual al límite del rango indicado. Por ejemplo $(0.1, 1.0]$ indica que la variable es mayor que 0,1 pero puede ser menor o igual a 1,0 mientras que $[0.1, 1.0)$ indica que la variable puede ser igual o mayor que 0,1 pero estrictamente menor que 1,0.

Gráfico 12.3 Tasas medianas de inversión en diferentes niveles de apalancamiento



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Refinitiv (2022).

Nota: Las tasas de inversión se miden como gastos brutos de capital real en relación con los activos totales, expresados en términos de porcentaje anual. Los ratios de apalancamiento se miden como el ratio del total de la deuda pendiente en relación con los activos totales. El gráfico solo considera las empresas con niveles estrictamente positivos de apalancamiento. El período de la muestra se extiende desde el 1.er trimestre de 2002 hasta el 2.do trimestre de 2021. Un paréntesis señala que la variable se halla estrictamente dentro del rango pertinente; un corchete, que la variable también puede ser igual al límite del rango indicado. ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

al 3,9% de los activos en las economías avanzadas; al 4,2% en las economías emergentes, y al 4,6% en América Latina y el Caribe.

En cambio, la mediana de las tasas de inversión tiende a caer considerablemente para niveles muy altos o muy bajos de apalancamiento. Por ejemplo, para un apalancamiento de menos de 0,1, la tasa de inversión mediana se encuentra un 22% por debajo del nivel observado para el apalancamiento de entre 0,2 y 0,3 (3,6% versus 4,6% de los activos) en América Latina y el Caribe. Eventualmente, demasiada deuda tiende a perjudicar la inversión y el crecimiento. Por ejemplo, las tasas de inversión disminuyen del 3,9% al 2,9% de los activos cuando se comparan una empresa típica con un apalancamiento del rango 0,3-0,5 y una firma cuyo apalancamiento supera 0,5 en las economías avanzadas; análogamente, cae del 4,1% al 3,2% de los activos en las economías emergentes, y del 4,4% al 3,9% de los activos en la región.

Tal como aparece esbozada en el recuadro 12.1, la teoría también sugiere que las firmas con una mayor probabilidad de insolvencia invertirán menos. La probabilidad de impago de una empresa se puede estimar a partir del método propuesto por Merton (1974) que se describe en el recuadro 12.2.

Recuadro 12.2 Estimación de la distancia al impago a nivel de la empresa

Las medidas de riesgo de impago a nivel de la empresa se construyen a partir del marco de distancia al impago desarrollado por Merton (1974). Este método ha sido ampliamente utilizado en la literatura de las finanzas corporativas. La exposición que aquí se efectúa sigue de cerca el debate propuesto en Gilchrist y Zakrajšek (2012).

El marco de Merton se basa en dos supuestos simplificadores. Primero, el valor de una empresa (V) sigue un movimiento browniano geométrico (el tiempo continuo análogo a un proceso de camino aleatorio en tiempo discreto):

$$\frac{dV}{V} = \mu_v dt + \sigma_v dW$$

Donde μ_v representa el retorno esperado de V , σ_v regula la volatilidad del proceso, y dW es un proceso Wiener estándar. En segundo lugar, se supone que la firma ha emitido solo un bono de descuento que vence en T períodos, y de este modo se ignoran los cupones, dividendos, sanciones a las ventas cortas y otros similares.

La principal perspectiva es que, bajo estos dos supuestos, el valor de una empresa puede entenderse como una opción de compra sobre el valor subyacente de la empresa (V) con un precio igual al valor nominal de la deuda (D) de la firma. Según la teoría del precio de la opción de Black-Scholes-Merton, el valor del capital de la empresa satisface:

$$E = V\Phi(\delta_1) - e^{rT} D\Phi(\delta_2) \quad (1)$$

$$\text{Donde } \delta_1 = \frac{\log\left(\frac{V}{D}\right) + (r + 0.5\sigma_v^2)T}{\sigma_v\sqrt{T}}, \quad \delta_2 = \delta_1 - \sigma_v\sqrt{T},$$

r es la tasa *diaria* libre de riesgo (rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a un año plazo), y Φ denota la función de distribución acumulada de la distribución normal estándar. La ecuación se soluciona para V y σ_v , dadas las variables observables (capitalización de mercado) y D . Después de solucionar iterativamente para V y σ_v , la distancia al impago de la empresa puede calcularse como:

$$dd = \frac{\log\left(\frac{V}{D}\right) + (\mu_v - 0.5\sigma_v^2)T}{\sigma_v\sqrt{T}} \quad (2)$$

El algoritmo iterativo es como sigue:

- Calcular el valor inicial $V = E + D$.
- Obtener el retorno implícito de la empresa como el retorno diario registrado de los activos $dV = \Delta \log V$.

(continúa en la página siguiente)

- Estimar la media μ_v y la desviación estándar σ_v de retorno de la empresa de una ventana móvil de 250 días.
- Obtener una nueva estimación de V utilizando (1) para cada día de la ventana móvil de 250 días.
- Iterar hasta que V converja.
- Obtener dd utilizando (2) y la probabilidad de impago utilizando $pd = \Phi(-dd)$, donde $\Phi(\cdot)$ representa la función de distribución acumulada estándar normal.

En este marco teórico, dd mide el número de desviaciones estándar que el log de (V/D) debe desviarse desde su media para que se produzca un impago.

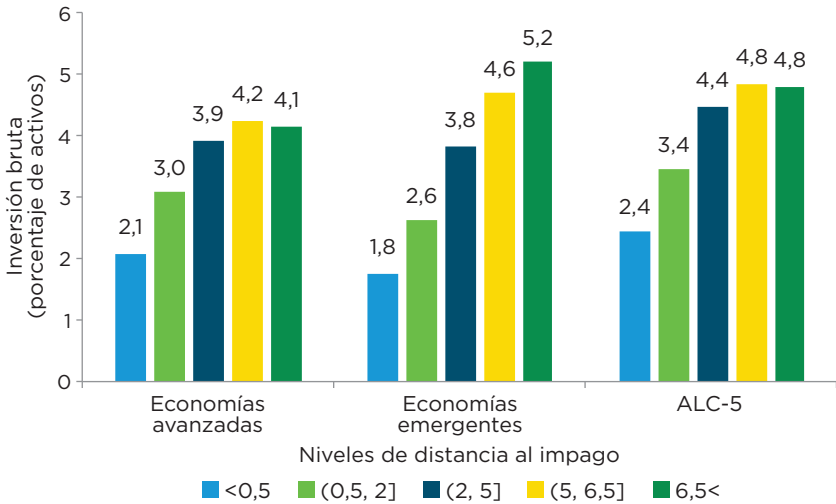
La base de datos de este capítulo sigue la práctica común de los organismos de crédito de medir D como la suma de la deuda a corto plazo de la empresa y la mitad de la deuda a largo plazo. El valor de mercado de las empresas, V , se obtiene a través de su capitalización de mercado, multiplicando el número de acciones por los precios diarios del mercado bursátil.

La idea principal de esta metodología es que el capital de una empresa se puede ver como una opción de compra sobre el valor de mercado de la empresa (V), con un precio de ejercicio igual al valor nominal de la deuda de la empresa (D). Merton luego define la distancia al impago como una medida de riesgo corporativo: cuanto más grande sea esa distancia, menor será la probabilidad de impago. Esa distancia está medida en términos del número de desviaciones estándar por las cuales el (log del) ratio V/D debe desviarse de su media para que se produzca un impago.

El gráfico 12.4 presenta las tasas medianas de inversión para firmas con diferentes niveles de distancia al impago. Como predice la teoría, en general, las tasas de inversión aumentan a medida que crece la distancia al impago o a medida que el riesgo disminuye. Esta relación positiva entre inversión y distancia al impago se vuelve menos pronunciada a medida que la distancia al impago se incrementa, en gran parte porque algunas firmas con poca deuda también muestran una menor probabilidad de impago y, por lo tanto, invierten poco (véase el gráfico 12.3).

En el otro extremo, cuando el riesgo de las empresas aumenta, las tasas medianas de inversión caen bruscamente, a medida que crece la probabilidad de impago. Por ejemplo, en la región, las empresas más riesgosas con distancia al impago por debajo de 0,5 desviaciones estándar (firmas con aproximadamente un 30% de probabilidad de impago) invierten el 2,4% de los activos, la mitad de la tasa de inversión observada para las empresas más seguras, con una distancia al impago por encima de 6,5 (firmas con una probabilidad de impago de prácticamente cero). El diferencial de inversión

Gráfico 12.4 Tasas medianas de inversión en diferentes niveles de distancia al impago



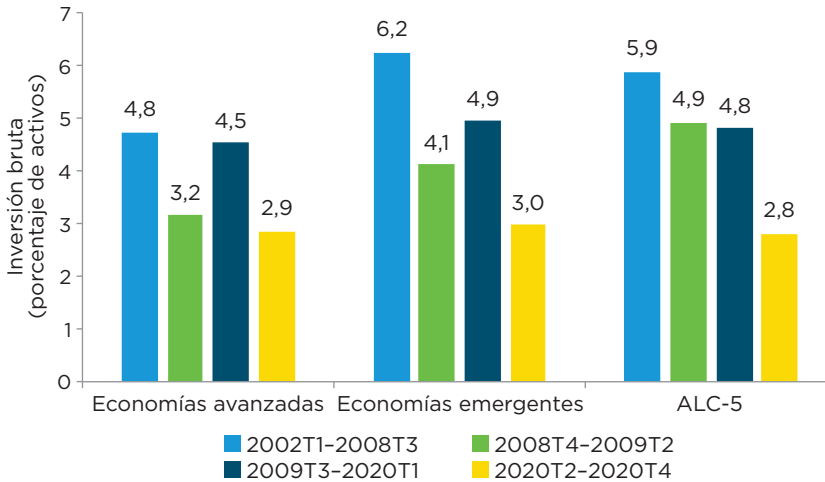
Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Refinitiv (2022).

Nota: Las tasas de inversión se miden como gastos brutos de capital real en relación con los activos totales, expresado esto en términos de porcentaje anual. La medida de la distancia al impago se estima a partir del marco de Merton (1974) y se mide en términos del número de desviaciones estándar por las cuales el (log del) ratio del valor de mercado en relación con la deuda total debe desviarse de su media histórica para que se produzca un impago; los valores más bajos significan que la empresa está más cerca del impago. El período de la muestra se extiende desde el 1.er trimestre de 2002 hasta el 4.to trimestre de 2021. Un paréntesis señala que la variable se mantiene estrictamente dentro del rango pertinente; un corchete, que la variable también puede ser igual al límite del rango indicado ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

entre empresas con alto y bajo riesgo es especialmente pronunciado en economías emergentes distintas de América Latina y el Caribe, donde la tasa mediana de inversión disminuye del 5,2% al 1,8% de los activos cuando se compara el grupo de empresas más seguras contra aquellas más riesgosas.

En un nivel más macroeconómico, la inversión corporativa varía con el ciclo económico y con shocks sistémicos como la pandemia de COVID-19 y la crisis financiera global. Las tasas de inversión son en gran parte procíclicas y tienden a desplomarse durante las recesiones económicas (véase Lamont, 1995). Por ejemplo, durante la crisis financiera global, las tasas de inversión disminuyeron del 4,8% a solo un 3,2% de los activos en las economías avanzadas y del 6,2% al 4,1% en las economías emergentes no pertenecientes a América Latina y el Caribe (una reducción cercana al 33% en ambos casos), aunque el descenso fue menor (17%) en América Latina y el Caribe (véase el gráfico 12.5). Sin embargo, como resultado de la pandemia, las tasas de inversión cayeron drásticamente en todas las regiones: un 42% en América Latina, un 39% en otras economías emergentes y un 36% en las economías avanzadas.

Gráfico 12.5 El ciclo económico de las tasas de inversión: tiempos normales versus recesiones



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Refinitiv (2022).

Nota: Las tasas de inversión se miden como gastos brutos de capital real en relación con los activos totales, expresado esto en términos de porcentajes anuales. ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Deuda y riesgo: el impacto en las inversiones

¿Cómo se comportará la inversión después de la pandemia? Un análisis empírico simula escenarios potenciales para la inversión corporativa en la región en función de las condiciones económicas generales. La metodología consiste en estimar una regresión de panel donde la variable dependiente es la tasa de inversión y las variables explicativas principales son el nivel de apalancamiento (*lev*), el riesgo corporativo o distancia al impago (*dd*) y otras variables características de la empresa.⁷ Como se trata de una regresión de panel y hay muchas firmas en cada sector y en cada país, las condiciones económicas de sector y país pueden tomarse en cuenta con efectos fijos interactuados de sector-país-tiempo. En otras palabras, el análisis de regresión intenta estimar los impactos de la deuda y el riesgo sobre la inversión, independientemente de las condiciones económicas particulares que predominan en cada sector productivo, país o período de tiempo. El modelo empírico o ecuación que se estima para la empresa *i* en el período *t* es el siguiente:

⁷ El recuadro 12.2 describe la metodología utilizada para estimar las medidas de distancia al impago a nivel de empresa a través del tiempo.

$$inv_{i,t} = \beta_1 lev_{i,t-j} + \beta_2 dd_{i,t-j} + \beta_3 (lev_{i,t-j} \cdot dd_{i,t-j}) + \gamma' Z_{i,t-j} + \alpha_{sct} + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$$

Donde $inv_{i,t}$ es la tasa de inversión de la empresa i en el trimestre t , medida ya sea como inversión bruta o neta en relación con los activos; $lev_{i,t-j}$ es el ratio de apalancamiento (deuda pendiente en relación con los activos), y $dd_{i,t}$ es la distancia al impago. El término $Z_{i,t}$ en esta ecuación representa un conjunto de variables características de la empresa, entre ellas, la liquidez y las inversiones a corto plazo, el ratio de cobertura de intereses y el tamaño de la firma. Los efectos fijos por sector-país-tiempo están representados por la variable α_{sct} y también se incluyen efectos fijos a nivel de la empresa, α_i , para tener en cuenta diferencias de productividad no observables entre las firmas.

Si una deuda más alta tiene como resultado una inversión más baja, el coeficiente β_1 debería ser negativo; análogamente, si un riesgo mayor tiene como resultado menos inversión, el coeficiente β_2 debería ser positivo. Si el coeficiente β_3 es diferente de cero, aquello sugeriría una interacción entre el nivel de la deuda y el nivel de riesgo.

Los resultados señalan que un apalancamiento más alto y un mayor riesgo tienen un impacto negativo en la inversión, sobre todo en las economías emergentes (gráfico 12.6).⁸ En otras palabras, los coeficientes β_1 y β_2 tienen el signo esperado y son estadísticamente significativos. El tamaño de estos coeficientes también es cuantitativamente importante. Por ejemplo, en el panel A, América Latina muestra un efecto negativo de -2,3 puntos porcentuales de los activos cuando se consideran las tasas de inversión, ya sea brutas o netas. Esto significa que si el apalancamiento aumenta del 20% al 50% de los activos, *ceteris paribus*, la tasa de inversión bruta disminuiría desde la media de 5,6% a aproximadamente 4,9% para la empresa promedio en la muestra de América Latina. Los resultados tienden a ser mayores para la inversión neta que para la inversión bruta.⁹ Por ejemplo, para el mismo aumento del apalancamiento indicado anteriormente, la tasa de inversión neta promedio en la región disminuiría al -0,7% de los activos, desde una media cercana al 0%. Por otro lado, el panel B revela que si el riesgo de las empresas se eleva de tal manera que una

⁸ Economías avanzadas: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, República de Corea, Singapur, Suecia, Suiza y Taiwán. Economías emergentes: Arabia Saudí, China, Colombia, Emiratos Árabes Unidos, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Ucrania.

América Latina y el Caribe: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

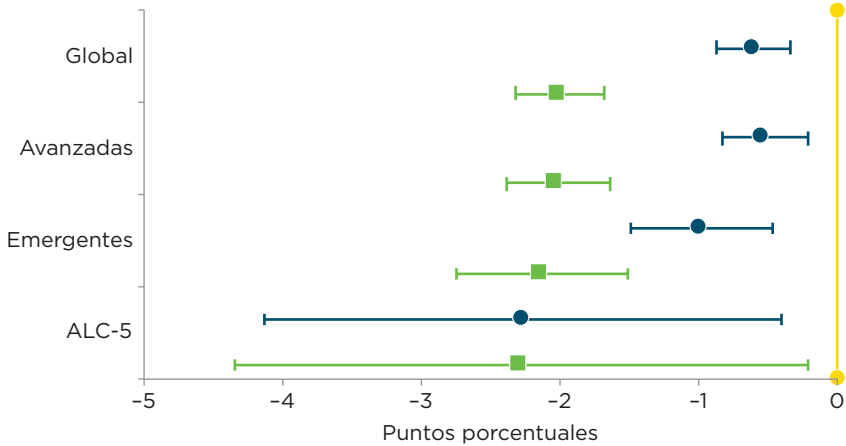
⁹ La inversión neta es la inversión bruta menos la depreciación. La inversión neta puede ser positiva o negativa, aunque esta última implicaría una disminución del *stock* de capital.

firma se acerca 1 desviación estándar al impago, *ceteris paribus*, la tasa de inversión neta disminuiría del 0% al -0,2% de los activos.

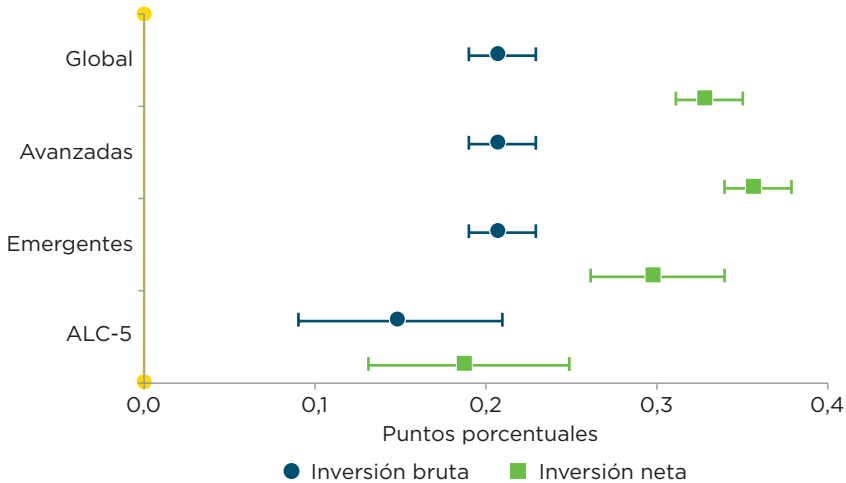
Los resultados del gráfico 12.6 revelan que el efecto negativo del alto apalancamiento tiende a ser un orden de magnitud mayor que el efecto negativo de un alto riesgo corporativo cuando se observa la empresa promedio en

Gráfico 12.6 Impacto promedio de la deuda y el riesgo en la inversión corporativa

A. Apalancamiento



B. Distancia al impago



● Inversión bruta ■ Inversión neta

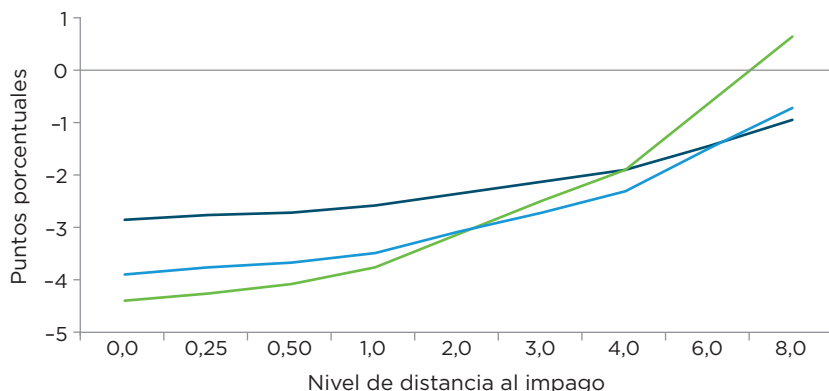
Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Refinitiv (2022).
Nota: El gráfico refleja los efectos totales del apalancamiento (panel A) y la distancia al impago (panel B) en las tasas de inversión. Los efectos totales para el apalancamiento se evalúan en el valor medio del apalancamiento y viceversa. Las tasas de inversión se miden como gastos de capital neto en relación con los activos totales (en términos de porcentaje anual). El apalancamiento se mide como el ratio del total de la deuda pendiente en relación con los activos totales. La distancia al impago se estima a partir del marco de Merton (1974). El período de la muestra se extiende desde el 1.er trimestre de 2002 hasta el 4.to trimestre de 2021. ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

América Latina u otras regiones del mundo. Sin embargo, la situación cambia significativamente cuando se evalúan las firmas que no son promedio. Como ya se señaló, el impacto negativo de un nivel alto de deuda en la inversión tiende a disminuir en las empresas menos riesgosas, con grandes distancias al impago (mediante un coeficiente de interacción positivo, β_3 , en la ecuación).

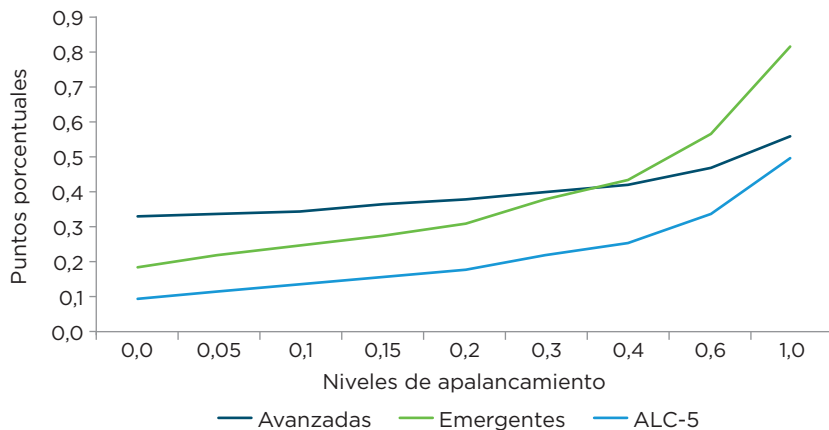
El panel A del gráfico 12.7 presenta los efectos del sobreendeudamiento en firmas con diferentes valores de distancia al impago, que oscilan desde

Gráfico 12.7 Complementariedad positiva entre apalancamiento y riesgo

A. Apalancamiento



B. Distancia al impago



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Refinitiv (2022).

Nota: El gráfico muestra los efectos totales de un alto apalancamiento (panel A) y la distancia al impago (panel B) en las tasas de inversión. Los efectos totales para el apalancamiento se evalúan en diferentes valores de distancia al impago, mientras que los efectos totales de distancia al impago se evalúan con valores típicos de apalancamiento de la empresa. Las tasas de inversión se miden como gastos netos de capital en relación con los activos totales (en términos de porcentaje anual). El apalancamiento se mide como el ratio del total de la deuda pendiente en relación con los activos totales. La distancia al impago se estima a partir del marco de Merton (1974). El período de la muestra se extiende desde el 1.er trimestre de 2002 y al 4.to trimestre de 2021. ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

los de las empresas más riesgosas, al borde del impago (representado por una distancia al impago de cero en el panel A), hasta los de firmas con grado de inversión sin riesgo de incumplimiento (representado por una distancia al impago de 8 en el panel A). Como referencia, la empresa típica de la muestra arroja una distancia al impago igual a 4.

El efecto del sobreendeudamiento total en la región oscila entre -3,9 puntos porcentuales de los activos totales en las empresas más riesgosas (distancia al impago igual a cero) y aproximadamente -1 punto porcentual en las firmas más seguras (distancia al impago igual a 8); debe recordarse que el efecto base para la empresa mediana (con distancia al impago igual a 4) es de -2,3 puntos porcentuales. Las economías avanzadas y emergentes muestran importantes diferencias. Por ejemplo, las firmas al borde del impago en otras economías emergentes sufren un efecto de sobreendeudamiento mayor (-4,5 puntos porcentuales) que sus análogos en los países avanzados (-2,9 puntos porcentuales). Llama la atención que, en el otro extremo, las empresas más seguras de los países avanzados siguen mostrando un efecto negativo de -1 punto porcentual, mientras que en los países emergentes que no pertenecen a América Latina y el Caribe estas firmas exhiben un efecto *positivo* de 0,6 puntos porcentuales de apalancamiento en la inversión. En general, el efecto negativo de un apalancamiento alto en la inversión disminuye a medida que la distancia al impago aumenta, y puede incluso volverse positivo en algunas empresas de muy bajo riesgo con una probabilidad de impago cercana a cero.

Para ilustrar la complementariedad positiva entre apalancamiento y distancia al impago, el panel B del gráfico 12.7 expone el efecto positivo de la distancia al impago en la inversión para valores seleccionados de apalancamiento, los cuales abarcan desde empresas con deuda cero hasta empresas con un apalancamiento igual a 1 (es decir, firmas con un ratio de deuda/activos del 100%). Los países de América Latina y el Caribe registran el efecto positivo más bajo de distancia al impago en la inversión en relación con otras economías del mundo, en todos los niveles de apalancamiento considerados. Por ejemplo, una firma típica de la región, con un apalancamiento mediano igual a 0,2 (20% de los activos) arroja un efecto positivo de 0,17 puntos porcentuales de activos, es decir, un 43% ($100 \cdot (1 - 0,17 / 0,30)$) por debajo del efecto estimado para otras economías emergentes (un 54% por debajo del efecto estimado para las economías avanzadas). Las empresas altamente apalancadas en economías emergentes fuera de América Latina y el Caribe tienen la complementariedad positiva más grande entre deuda y distancia al impago. Por ejemplo, una firma de una economía emergente típica con un ratio deuda/activos de 1 exhibe un efecto positivo de 0,81 puntos porcentuales

en comparación con 0,55 puntos porcentuales en las economías avanzadas y 0,49 en América Latina.

Aprender del pasado: los balances corporativos y el comportamiento de la inversión durante las crisis económicas

La crisis de la COVID-19 provocó la caída anual más importante del producto interno bruto (PIB) en América Latina y el Caribe de toda la historia registrada (véase Cavallo y Powell, 2021). Por lo tanto, no es de extrañar que la inversión de las empresas se desplomara. Sin embargo, ¿qué ocurrirá durante la fase de recuperación? ¿Qué resultados tendrán las firmas que han entrado en la pandemia con un nivel de deuda relativamente alto en comparación con las empresas de apalancamiento bajo? ¿Cómo se compara la recuperación de la pandemia con otras recesiones mundiales, como la crisis financiera global? En esta sección, se analiza el comportamiento de las inversiones durante períodos de crisis para arrojar luz sobre estas preguntas.

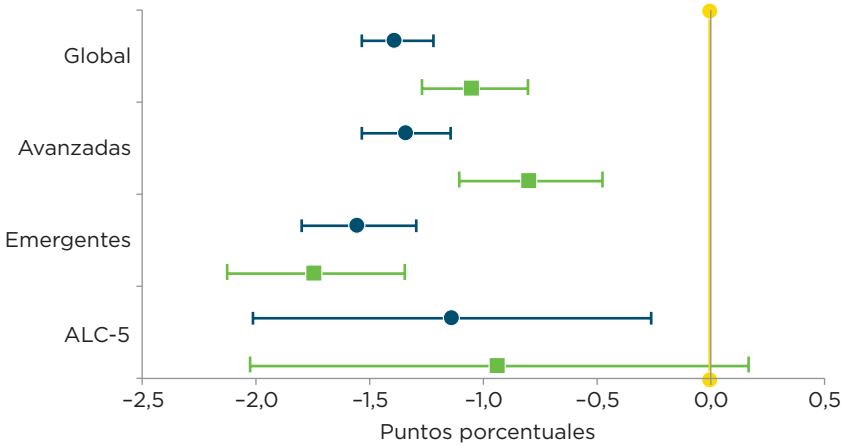
A fin de comparar las firmas que ostentan un alto nivel de apalancamiento con aquellas que manifiestan un bajo nivel antes y después de un período de crisis, se utiliza la metodología de diferencias en diferencias. Una empresa con apalancamiento alto se define como aquella que tiene un ratio de deuda sobre activos por encima de la mediana de la muestra en el año previo a la crisis estudiada. La técnica tiene en cuenta otras características de la firma que varían a lo largo del tiempo, como el riesgo y el tamaño, e incluye los efectos fijos de la empresa para tener en cuenta diferencias persistentes entre las firmas, como los distintos niveles de productividad. Los resultados de este análisis señalan un efecto negativo sistemático del apalancamiento alto en los resultados de la inversión de la empresa durante y después de una recesión económica. Esto significa que las firmas que entran en una recesión con un apalancamiento superior a la mediana reducen su tasa de inversión considerablemente más (en relación con el período anterior a la crisis) que las empresas de apalancamiento bajo, un efecto clásico del problema de sobreendeudamiento (gráfico 12.8).

El impacto negativo de la deuda en la inversión es más fuerte cuando se analizan las tasas de inversión netas (panel A) versus las tasas de inversión brutas (panel B). Por ejemplo, en las economías avanzadas y emergentes, las empresas con altos niveles de apalancamiento redujeron las tasas de inversión netas, respectivamente, en 0,8 puntos porcentuales y 1,7 puntos porcentuales más que las firmas de apalancamiento bajo durante la crisis financiera global, y en 1,3 puntos porcentuales y 1,5 puntos porcentuales durante la pandemia. En América Latina y el Caribe los resultados se estiman en torno a -1 punto porcentual en ambas crisis, aunque los resultados

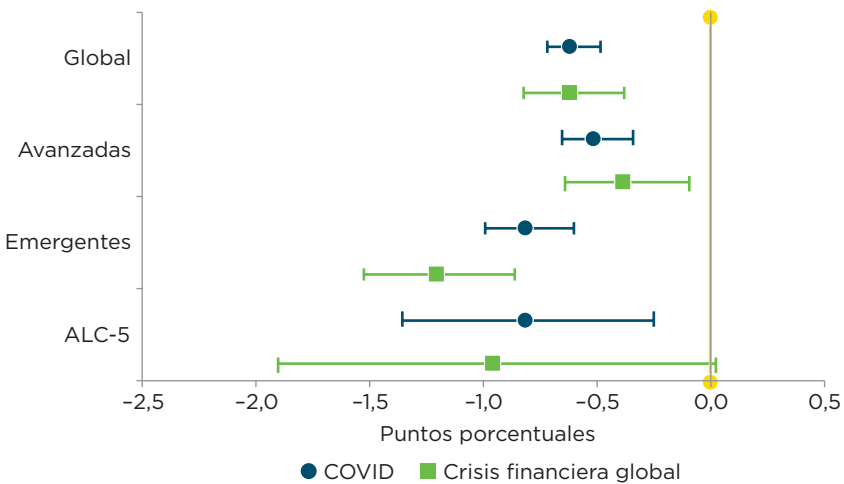
para la región no son estadísticamente significativos durante la crisis financiera global.

Gráfico 12.8 Efectos importantes del sobreendeudamiento después de las recesiones económicas

A. Inversión neta



B. Inversión bruta



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Refinitiv (2022).

Nota: Los gráficos muestran los coeficientes estimados con el modelo de diferencias en diferencias, el cual mide el desempeño diferencial en la inversión después de la crisis en las empresas con altos niveles de apalancamiento versus las empresas con bajos niveles. Para la crisis financiera global, el primer período de la crisis corresponde al 3.er trimestre de 2008, mientras que para la COVID-19, el período del shock es el 1.er trimestre de 2020. Las tasas de inversión se miden como gastos netos de capital (panel A) o inversión bruta (panel B) en relación con los activos totales (en términos porcentuales anuales). El apalancamiento de las empresas se mide como el ratio del total de la deuda pendiente en relación con los activos totales. El período de la muestra abarca desde el 1.er trimestre de 2002 hasta el 4.to trimestre de 2021. ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Con el agua al cuello: sobreendeudamiento y recuperación económica

Una pregunta clave con miras al futuro es cuánto tiempo persistirán los efectos negativos del problema de sobreendeudamiento de las empresas después de una recesión mundial. La metodología utilizada para abordar esta pregunta se conoce con el nombre de proyecciones locales, y captura la respuesta dinámica de la inversión de las empresas después de una crisis económica. Una vez más, la comparación se realiza entre firmas con apalancamiento alto versus apalancamiento bajo, antes y después de la crisis considerada. En este caso, las proyecciones locales se estiman en formato de panel y, al igual que en la sección anterior, se incluyen efectos fijos de firmas, efectos fijos interactuados de sector-país-tiempo, y controles adicionales a nivel de firmas que varían en el tiempo.

Los coeficientes que se exhiben en el gráfico 12.9 ilustran las diferencias en el desempeño de la inversión después de una crisis en las empresas con un alto apalancamiento versus aquellas con bajo apalancamiento, medido esto en puntos porcentuales de los activos totales. El panel A del gráfico 12.9 muestra los resultados considerando todos los países en la base de datos. Los resultados confirman un efecto negativo y significativo del sobreendeudamiento durante las recesiones económicas, ya que las empresas con un apalancamiento alto redujeron la inversión considerablemente más que las que tenían un apalancamiento bajo. Los resultados cuantitativos son visiblemente robustos en todas las regiones,

Gráfico 12.9 Sobreendeudamiento y recuperaciones lentas de las inversiones después de recesiones grandes

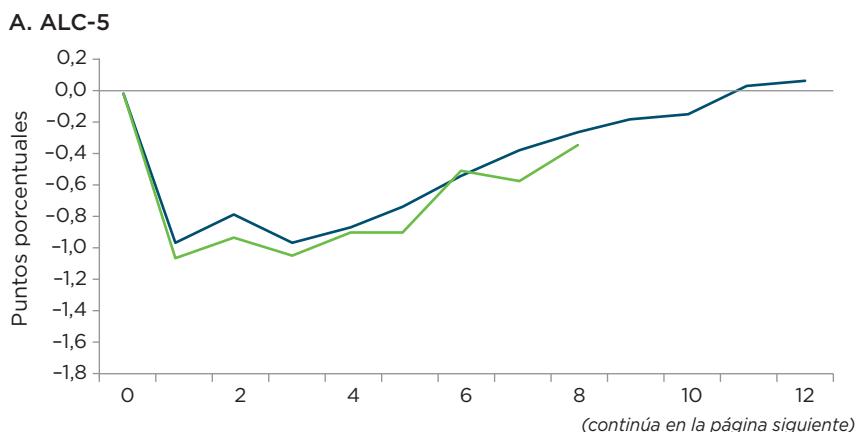
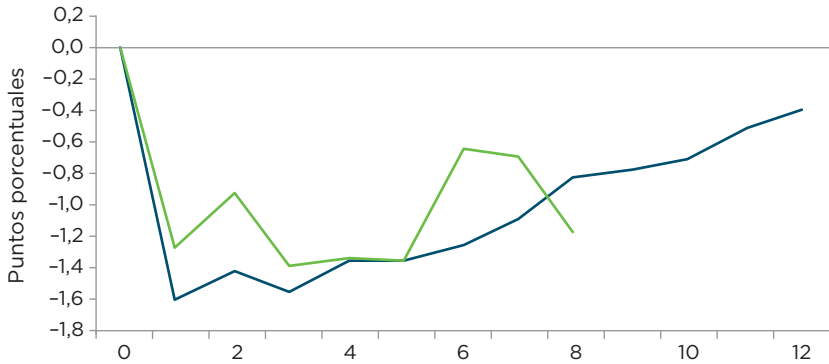
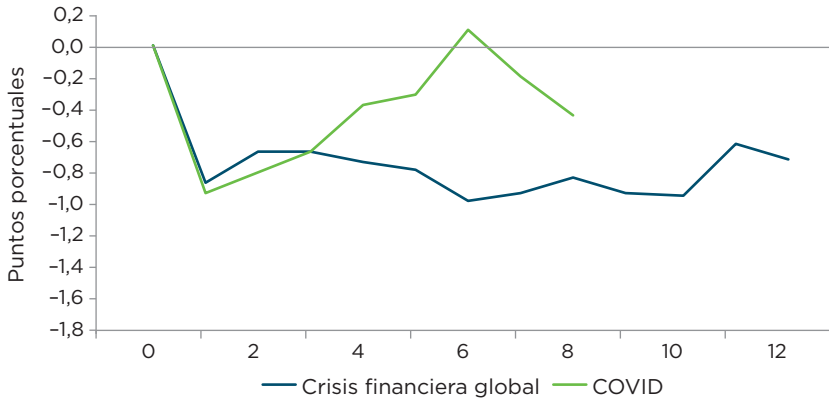


Gráfico 12.9 Sobreendeudamiento y recuperaciones lentas de las inversiones después de recesiones grandes (continuación)

B. Economías emergentes



C. Economías avanzadas



Fuente: Cálculos del equipo del BID basados en datos de Refinitiv (2022).
Nota: Los gráficos recogen coeficientes dinámicos basados en proyecciones locales (Jordà, 2005), midiendo el desempeño diferencial de la inversión después de una crisis en las empresas con apalancamiento alto versus las firmas con apalancamiento bajo, en puntos porcentuales de los activos totales. El eje X representa los trimestres después del shock de la crisis. Para la crisis financiera global, el primer período comprende el 3.er trimestre de 2008, mientras que para la crisis de la COVID-19 el primer período abarca el 1.er trimestre de 2020. Las tasas de inversión se miden como gastos netos de capital en relación con los activos totales (en términos porcentuales anuales). El apalancamiento de las empresas se mide como el ratio del total de la deuda pendiente en relación con los activos totales. El período de la muestra se extiende desde el 1.er trimestre de 2002 hasta el 4.to trimestre de 2021. ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

con un efecto de alrededor de 1 punto porcentual durante el primer año (cuatro trimestres) después del shock. El efecto estimado parece persistir durante dos a tres años tanto en las economías avanzadas (panel C) como emergentes (panel B), mientras que en América Latina (panel A) la crisis financiera global generó un efecto más prolongado de sobreendeudamiento que en la pandemia.

Retos de políticas

La crisis ha dejado a las empresas de la región con menos activos fijos, pero con niveles de deuda similares en promedio a los que había antes de la pandemia. Sin embargo, las firmas también tienen pasivos totales más altos, valoraciones más bajas en el mercado bursátil y niveles más elevados de incertidumbre. La evidencia presentada en este capítulo sugiere que la combinación de mayor riesgo y deuda puede tener un impacto negativo en la inversión, que este efecto empeora durante las crisis y que puede ser persistente. Por lo tanto, un peligro es que la recuperación económica se retrase durante años.

A lo largo de la pandemia, los países apoyaron a las empresas mediante diferentes tipos de programas. Los más sobresalientes fueron la moratoria de los préstamos, las normas de reporte flexible para los bancos y los programas de garantías para la continuidad de los flujos de crédito pese a la profunda recesión y la incertidumbre inducida por la pandemia.¹⁰ Estos programas de apoyo financiero proporcionaron una ayuda muy necesaria durante la fase inicial de la pandemia. Sin embargo, actualmente los países están eliminando las moratorias de los préstamos para recuperar transparencia y disciplina regulatoria en los sistemas financieros, y están disminuyendo los programas excepcionales de garantías a medida que la economía se restablece y el espacio fiscal disminuye. En esta nueva fase de recuperación, una vez que la peor fase de la pandemia ha sido superada, la pregunta es ¿cuáles son las políticas que más contribuirían a reconstruir el *stock* de capital, como mínimo, hasta los niveles observados en 2019?

Desafortunadamente, cualquier subsidio para promover la inversión que no vaya acompañado de un estrecho seguimiento puede tener consecuencias no deseadas. Los fondos son fungibles y las empresas pueden utilizar los recursos adicionales de la manera que estimen conveniente. La decisión última de inversión de una firma reflejará la negociación entre las distintas partes interesadas: inversionistas de capital (que pueden pronunciarse a favor de más riesgo, ya que están protegidos por una responsabilidad limitada), actuales acreedores (que quisieran disfrutar de más garantías) y directivos, que pueden tener otros incentivos (por ejemplo, pueden estar interesados en aumentar el tamaño de la firma más que en minimizar costos o maximizar el valor para los accionistas). Como se muestra en las secciones cuantitativas de este capítulo, la combinación de deuda y riesgo puede generar un problema persistente de subinversión, y

¹⁰ Véase Powell y Rojas-Suárez (2020) para un tratamiento del tema.

las fallas de coordinación entre accionistas y acreedores tienden a aumentar en períodos recesivos cuando la incertidumbre es alta.

Además, la pandemia ha tenido efectos desastrosos en algunos sectores, mientras que otros han sido golpeados con menos dureza, e incluso algunas empresas han estado bien posicionadas para aprovechar las nuevas maneras de hacer negocios y las nuevas tecnologías gracias a la revolución digital. Contar con más políticas focalizadas que sepan distinguir los distintos tipos de firmas y tomen en consideración sus características específicas sería sumamente conveniente.

Para las empresas con relativamente poca deuda y cuyas perspectivas económicas son razonablemente buenas, en caso de justificarse una intervención, las garantías sobre la deuda nueva pueden constituir un útil instrumento de políticas. Sin embargo, en el caso de firmas cuya combinación de deuda y riesgo es alta, garantizar más préstamos puede generar incluso un mayor apalancamiento con efectos perjudiciales para inversiones posteriores. Una alternativa sería ofrecer inyecciones de capital o una combinación de capital y deuda. Este ha sido el enfoque seguido por algunas economías avanzadas durante la crisis financiera global con algún grado de éxito, ya que sirvió para recapitalizar a las empresas con dificultades y mitigar el sobreendeudamiento. Las inyecciones de capital también tienen la ventaja de permitir a los inversionistas cosechar los beneficios cuando la economía se recupera. Sin embargo, en América Latina y el Caribe, las inyecciones de capital suelen estar asociadas con la nacionalización y un cambio del control. Ese no sería el objetivo en este caso, sino más bien que las inversiones fueran gestionadas por un fondo de inversión administrado de manera profesional (por ejemplo, un fondo fiduciario público-privado), con una fuerte cultura del sector privado que se propondría obtener beneficios de sus inversiones y verse libre de influencias políticas.¹¹ La gobernanza y el profesionalismo de la institución son elementos fundamentales para su éxito. Las instituciones financieras internacionales como BID Invest o la Corporación Financiera Internacional (parte del grupo Banco Mundial) están bien situadas para asesorar y proporcionar financiamiento potencial, e incluso participar en la institución, si se considera adecuado.

En los casos en que la deuda es particularmente alta, puede ser preferible renegociar la estructura financiera de la empresa antes de pensar en más inversiones, ya sea mediante deuda o capital. Imagínese una empresa con una carga de deuda relativamente alta y que al mismo tiempo enfrenta una oportunidad de inversión muy atractiva. Si los beneficios del

¹¹ Véase Powell y Rojas-Suárez (2022) para una propuesta similar.

proyecto superan a los pagos ya comprometidos con los acreedores, la renegociación del contrato de la deuda puede beneficiar los intereses de ambas partes, si la alternativa en contrario es perder completamente la oportunidad.¹²

Es importante que los procedimientos de quiebra de los países se perciban como justos y eficientes. Sin embargo, todavía queda mucho por hacer en este ámbito en la región. Aunque quizá parezca sorprendente, fueron relativamente pocas las firmas que durante la pandemia solicitaron protección formal ante los acreedores en caso de quiebra. En parte, esto quizá se deba a las políticas de apoyo de los gobiernos, pero puede que también refleje la percepción de que esos procesos son costosos y a menudo impredecibles. En cambio, las empresas pueden haber buscado vías informales mediante negociaciones directas y bilaterales con las partes interesadas. Los procesos de insolvencia gravosos y de resultado imprevisto también pueden tener un impacto en el comportamiento de las firmas existentes, ya que las llevarían a eludir la innovación y el riesgo e inducirían montos excesivos de ahorro precautorio con el fin de evitar a cualquier precio los procedimientos mencionados.

Como se señaló en el capítulo 11, las pequeñas y medianas empresas parecen haber sufrido más en la crisis que aquellas más grandes y listadas en bolsa (el foco central de este capítulo). Las firmas grandes con menos restricciones de acceso al crédito tienen más probabilidades de tener un alto apalancamiento y padecer un problema de sobreendeudamiento en el sentido descrito por Myers (1977). Las más pequeñas presentan más probabilidades de enfrentarse a limitaciones crediticias y, por lo tanto, tienden a sufrir menos problemas de sobreendeudamiento. Por lo tanto, las ayudas a estas entidades más pequeñas pueden materializarse si se facilita el acceso al crédito. Sin embargo, esas empresas ya eran anteriormente el objetivo de los programas de garantías a gran escala en varios países, y algunas puede que hayan acumulado deudas más altas y que pertenezcan a sectores golpeados por efectos persistentes como resultado de la pandemia. Si las políticas de garantías se mantienen, es esencial asegurar que se empleen solo garantías parciales, de modo que los bancos también pongan algo de su parte en juego para evitar prestar a firmas no viables en la fase de recuperación.

Como se señaló en el capítulo 10, existe una especie de paralelismo entre la reestructuración de la deuda de empresas y la de la deuda soberana. Así como a los acreedores comerciales les interesa reestructurar las

¹² Brunnermeier y Krishnamurthy (2020b) analizan este tipo de situación y encuentran que es preferible la reorganización, lo cual depende de un conjunto de supuestos.

deudas de una firma de modo que pueda seguir invirtiendo en oportunidades rentables, también puede ser de su interés que se reestructure la deuda soberana si hay un sobreendeudamiento soberano, como se explicó en el capítulo 8.¹³ Un sobreendeudamiento en el caso de la deuda soberana puede reducir las inversiones (tanto públicas como privadas) y el crecimiento, lo que disminuiría el tamaño del pastel para todos los acreedores. De la misma manera, los acreedores de una firma pueden mostrarse interesados en reestructurar la deuda si luego eso permite que la empresa sobreviva, se libere del sobreendeudamiento, acceda a financiamiento fresco, invierta más y aumente las ganancias para pagar todas las obligaciones restantes.

Los responsables de las políticas se enfrentan a un contexto particularmente difícil después de la pandemia de la COVID-19, sumado a la reciente normalización monetaria en las economías avanzadas y la invasión rusa en Ucrania, todos factores que aumentan la ya elevada incertidumbre económica. Las políticas de apoyo óptimas para las empresas eventualmente tienen que enfrentarse al *trade-off* entre permitir un proceso de reasignación saludable o dejar (de forma ineficiente) que quiebren firmas viables.¹⁴ Las políticas tendrán que evolucionar, pasando de programas indiferenciados de gran escala a un apoyo más focalizado. Los responsables de las políticas de la región deberán seguir de cerca los niveles de deuda y los riesgos del sector corporativo, en función de sus potenciales impactos negativos en la inversión. La escala y el tipo de apoyo necesarios deberán calibrarse cuidadosamente con numerosos factores, incluidos el ritmo de las inversiones, el espacio fiscal y la capacidad institucional.

¹³ Véase Krugman (1988) para un debate sobre la reducción de la deuda soberana a la luz de lo que aquí se detalla.

¹⁴ Véase Powell y Rojas-Suárez (2022) para un conjunto de recomendaciones destinadas a apoyar a las empresas de la región en la recuperación posterior a la pandemia.

La esencia de la deuda

La deuda ha aumentado en todo el mundo, y América Latina y el Caribe no es la excepción. La deuda total ha crecido hasta cerca del 140% del producto interno bruto (PIB), o unos US\$5,2 billones en las cinco economías más grandes, y US\$5,8 billones, o el 117% del PIB, en la región.¹

Los ratios de deuda pública de la región llegaron al 57% del PIB en 2019 y durante la pandemia se dispararon hasta el 71% del PIB, impulsados por la recesión, un nivel de ingresos más bajo y los paquetes de apoyo fiscal. La deuda sirvió para financiar un mayor gasto en materia de salud, transferencias y alivios tributarios a hogares y empresas, mientras que la inversión pública disminuyó. Las proyecciones de referencia sugieren que los ratios de deuda pueden aumentar en uno o dos años, debido a las bajas tasas de crecimiento y a la consolidación gradual, antes de que empiecen a disminuir a medida que el crecimiento vuelva a las tendencias de largo plazo.

El endeudamiento corporativo también subió antes de la pandemia, y las empresas se endeudaron mucho durante la crisis. Ese financiamiento se utilizó para crear liquidez y no para la inversión, que se desplomó. Posteriormente, los niveles de deuda han vuelto a caer cerca de los niveles relativamente altos previos a la COVID-19, pero la falta de inversión se ha traducido en una reducción de los activos fijos (productivos).

Aun así, las medidas estándar de liquidez aumentaron, y se deben tomar en cuenta ambos lados de los balances del sector privado y público, no solo los pasivos. La integración financiera mundial ha hecho que se incrementaran tanto los activos como los pasivos externos. Mientras que los pasivos externos de la región aumentaron hasta cerca del 125% del PIB, los activos externos también lo hicieron durante la pandemia hasta superar el 75% del PIB. Estos activos incluyen las reservas internacionales de los bancos

¹ La cifra correspondiente a las cinco economías más grandes procede del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), mientras que la estimación para el conjunto de la región se basa en datos del BIS, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

centrales, así como la inversión privada en empresas extranjeras, cuentas bancarias y otros activos financieros. Hay evidencia empírica que sugiere que un mayor nivel de reservas puede reducir significativamente las vulnerabilidades, incluidas aquellas provocadas por un mayor nivel de deuda.

Además de las reservas internacionales, algunos países mantienen reservas fiscales, fondos de estabilización de productos básicos y fondos soberanos, líneas *swap* con autoridades de otros países y líneas contingentes con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los bancos multilaterales de desarrollo (BMD). Aunque este libro se centra en los problemas de la deuda de toda la región, un análisis más detallado de los riesgos de cada país debería tener en cuenta los activos líquidos (como mínimo) y otras fuentes de liquidez. Las líneas contingentes de contrapartes creíbles pueden desempeñar un papel importante en la reducción de las vulnerabilidades y pueden ayudar a ganar tiempo para implementar políticas que rectifiquen problemas más estructurales.

Al mismo tiempo, el contexto económico mundial se ha vuelto muy incierto. Los efectos persistentes de la pandemia y la posibilidad de que aparezcan nuevas cepas de COVID; la invasión rusa de Ucrania y su impacto en el crecimiento mundial; la desaceleración de China; la inflación, especialmente de los precios de la energía y de los alimentos; el aumento de las tasas de interés a nivel mundial y la volatilidad de los mercados bursátiles han creado, en conjunto, un entorno económico muy complejo. Este libro revisa estudios anteriores y presenta nuevas investigaciones sobre la deuda en América Latina y el Caribe. En este capítulo se resumen sus conclusiones y se ofrecen recomendaciones generales de políticas.

Deuda pública: hora de actuar

La deuda pública desempeña un papel fundamental para que los países lleven a cabo proyectos de inversión pública, implementen políticas anticíclicas y proporcionen apoyo a las economías frente a los shocks negativos. No obstante, si dicha deuda se vuelve demasiado grande o no se gestiona con suficiente precaución, los costos de los intereses pueden dispararse, las perspectivas de crecimiento pueden verse afectadas y, llegado a un extremo, puede producirse una costosa crisis de endeudamiento.

Un patrón de aceleraciones de la deuda

En 2020, la deuda pública superó el 70% del PIB en América Latina y el Caribe. La deuda pública había estado aumentando antes de la pandemia, y gran parte del incremento se debió a picos de deuda repentinos. Los picos

se produjeron en gran parte durante momentos de estrés financiero, alimentados por una combinación de bajo crecimiento, altos déficits fiscales, un mayor pago de intereses, depreciaciones de la moneda y significativos pasivos extrapresupuestarios y sin financiamiento. Las pautas simétricas de las épocas de bonanza para reducir la deuda fueron mucho menos comunes.

Este patrón de aumento de la deuda en la región apunta a la necesidad de contar con instituciones fiscales más sólidas para establecer objetivos creíbles y sostenibles a mediano plazo, con el propósito de limitar los picos de deuda y, cuando sea necesario, impulsar períodos de reducción de deuda. Las reglas fiscales pueden resultar útiles. Antes de la pandemia, menos de la mitad de los países de la región contaba con ellas. Es cierto que allí donde existían fueron suspendidas durante la emergencia sanitaria, y a los países se les dificultó volver a actuar dentro de las reglas. No obstante, la mera presencia de una regla no es suficiente para mejorar los resultados fiscales: la calidad de dicha regla también es primordial. Los ingredientes fundamentales son: una base jurídica sólida, mecanismos de aplicación creíbles, un consejo fiscal independiente, flexibilidad para hacer frente a los shocks y cláusulas de escape bien definidas.

El diseño y la aplicación de las reglas fiscales para promover la sostenibilidad fiscal y mitigar los riesgos macrofiscales siguen siendo defectuosos. El diseño deficiente de reglas fiscales en la región ha contribuido a una baja tasa de cumplimiento, cercana al 57%. En vistas de ello, es fundamental fortalecer las reglas fiscales, a fin de lograr la flexibilidad y la adecuada integración con los marcos fiscales de mediano plazo. Esto haría que los países pudiesen proporcionar una orientación fiscal creíble y fomentar estrategias macrofiscales resilientes.

La mejora de las instituciones fiscales no implica un gasto fiscal anticipado ni un recorte de los beneficios, pero puede impulsar significativamente la credibilidad de la política fiscal, reducir la percepción del riesgo y, por lo tanto, disminuir el nivel de las tasas de interés y el costo del financiamiento. Por ejemplo, el fortalecimiento de los consejos fiscales independientes promovería una política fiscal responsable y eficiente, y reforzaría la credibilidad de la política fiscal a mediano plazo, ayudando a reducir los niveles de deuda. La complementariedad de las instituciones fiscales también es esencial. En términos más generales, una combinación de reformas y mejora de las instituciones ayudaría a promover estabilizadores automáticos destinados a: i) disipar la necesidad de aumentos del gasto discrecional difíciles de revertir; ii) amortiguar el comportamiento procíclico de los déficits y las tasas de interés; iii) vigilar las posibles fuentes de pasivos sin financiamiento para limitar los incrementos sorpresivos de los ratios de deuda, y iv) alentar el crecimiento de los mercados internos de capitales.

Sostenibilidad de la deuda

La pandemia generó la necesidad de aumentar considerablemente el gasto, al tiempo que redujo los ingresos fiscales, y con ello creció aún más la deuda pública. Naturalmente, la preocupación es si este aumento de la deuda provocará problemas de sostenibilidad, una nueva crisis de endeudamiento y otra década perdida para la región. La sostenibilidad de la deuda es compleja; se relaciona con el concepto de solvencia, pero también incorpora elementos de flujo de efectivo para garantizar que no se produzca una crisis de endeudamiento por falta temporal de recursos. Además, la sostenibilidad actual depende en gran parte de las medidas previstas a futuro. Si se confía en que los países actuarán para reducir los déficits y obtener superávits primarios a fin de reducir la deuda en tiempos mejores, entonces se pueden apoyar niveles de deuda más altos. Sin embargo, las dudas acerca de que los países reaccionen de manera apropiada hacen subir las tasas de interés y reducen la inversión y el crecimiento, lo cual amplía el volumen de consolidación requerido y, en última instancia, eleva el riesgo. Estos riesgos pueden empujar a los países —incluso a aquellos con fundamentos más sólidos— a una zona de peligro en la que podría producirse una crisis autovalidante o de liquidez.

Las estimaciones basadas en datos históricos sugieren que la respuesta fiscal promedio al aumento de los niveles de deuda en la región en el pasado sería suficiente para mantener la sostenibilidad, pero insuficiente para reducir la deuda a niveles prudentes. A fin de disminuir la deuda lo suficiente como para atenuar el riesgo de forma sustancial, se requerirá un esfuerzo fiscal adicional.

Más allá de la sostenibilidad: niveles de deuda prudentes

Se estima que los niveles de deuda prudentes se sitúan por debajo de la actual trayectoria de la línea de base. Las estimaciones de cada país dependen de un amplio conjunto de características internas. Un nivel prudente de deuda limita los costos de los intereses, con lo cual reduce la cantidad de consolidación requerida; proporciona espacio para la inversión de alta calidad; permite un mayor financiamiento si surgen shocks negativos adicionales y mitiga el riesgo de una crisis de endeudamiento. Los niveles prudentes dependen sobre todo de la calidad de las instituciones fiscales. Instituciones tales como las reglas fiscales ancladas en la deuda y coherentes con los agregados macrofiscales pueden reforzar una estrategia fiscal creíble a mediano plazo y aumentar la confianza en

que los déficits más altos en épocas de adversidad se compensarán con superávits más elevados cuando el crecimiento sea fuerte; juntos, estos factores conducen a ratios de deuda más sostenibles. Como resultado, estas reglas fiscales también pueden contribuir a reducir los costos de financiamiento y disminuir la probabilidad de frenazos súbitos. Por lo tanto, mejorar las instituciones es tan importante como reducir la deuda. Un esfuerzo concertado para optimizar las instituciones fiscales y bajar la deuda pública a niveles más prudentes aumentaría la credibilidad y contrarrestaría los crecientes riesgos derivados del incremento de las tasas de interés, la fortaleza del dólar y la volatilidad de los precios de las materias primas.

Sobreendeudamiento público: una amenaza al crecimiento

Los elevados niveles de deuda que actualmente ostentan muchos países también restringen el crecimiento. Un mayor endeudamiento impulsa el crecimiento a niveles de deuda más bajos, sobre todo si el gasto adicional se centra en la inversión y no en el consumo. Sin embargo, con altos niveles de deuda, el crecimiento disminuye a medida que la deuda sube. La inversión pública desciende, los costos de financiamiento crecen y la inversión privada disminuye a medida que los niveles de deuda se disparan. El exceso de deuda pública tiende a establecerse en niveles de deuda superiores al 60% del PIB en promedio para la región, aunque los umbrales para cada país dependen de factores idiosincrásicos internos.

Una vez más, las instituciones son fundamentales. Las reglas fiscales ayudan a salvaguardar el crecimiento económico y a proteger la inversión pública. La mejora de los marcos de inversión pública contribuiría a mejorar la eficiencia del gasto público e impulsaría los multiplicadores del crecimiento. No se trata solo de invertir más, sino también de hacerlo de forma inteligente. Las instituciones fiscales fortalecidas capaces de mejorar la credibilidad de la política a mediano plazo, disminuir los riesgos percibidos y bajar las tasas de interés, por un lado, tienden a elevar el punto a partir del cual un mayor endeudamiento limita el crecimiento y, por otro, reducen el impacto negativo de la deuda sobre el crecimiento por encima de ese umbral.

La reducción de la deuda

Existen muchas razones por las cuales los niveles de deuda pública deberían ser más bajos de lo que actualmente son, y existen varias formas de disminuir esa deuda. Un análisis de episodios pasados de reducción de la

deuda en todo el mundo muestra a aquellos países que han reducido la relación deuda/PIB aumentando el crecimiento y mejorando los balances fiscales. Entre los ejemplos de América Latina y el Caribe, vale destacar los siguientes: Brasil (2002-13), Colombia (2002-08), Jamaica (2010-20), Perú (2002-13) y Trinidad y Tobago (1993-2008). Sin embargo, la región cuenta con más casos en los que se han logrado reducciones significativas de la deuda a través de tasas de interés reales bajas o de una mayor inflación, aunque normalmente no han sido tan sencillas ni han dado lugar a resultados de crecimiento tan positivos. Una excepción parece ser aquella en la que una inflación moderada, junto con la independencia del banco central, mantuvo las expectativas de inflación bajo control. Sin embargo, en el entorno actual, con la inflación avivada por los altos precios de la energía, los subsidios a los combustibles pueden restar parte de los beneficios.

Política fiscal para reducir la deuda: no hay un modelo único

La mejor manera de que un país reduzca sus niveles de deuda a través de la consolidación fiscal depende fundamentalmente de las características específicas de cada país; no existe un conjunto de recomendaciones que sirvan para todos.

Todos los países deberían centrarse en mejorar la eficiencia tanto del gasto como de la recaudación de impuestos. En particular, la calidad de la inversión pública puede optimizarse en todas las fases de los ciclos de los proyectos, al igual que la eficiencia y la orientación de los pagos de las transferencias. Antes de la pandemia, incluso en los niveles de gasto más bajos, las estimaciones del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) indicaban que la simple mejora de la eficiencia del gasto podría suponer un ahorro de más del 4% del PIB. Estas medidas son especialmente importantes para los países en los que el ingreso y el gasto público son elevados como porcentaje del PIB. En este grupo de países, es probable que aumentar los impuestos resulte contraproducente y que el ahorro adicional tenga que provenir de recortes del gasto.

En los países donde los ingresos y el gasto representan un porcentaje menor del ingreso nacional, la mejora de la base tributaria y el aumento de los ingresos del sector público pueden permitir mayores tasas de inversión pública que repercutan positivamente en el crecimiento. Si se diseñan bien, estas reformas pueden ser progresivas; los hogares más pobres se benefician de un mejor acceso a los servicios públicos con escaso o nulo costo adicional.

Las mejoras de los marcos de inversión pública también aumentan los multiplicadores del crecimiento. Incluso con los niveles de calidad actuales,

la inversión pública tiene un multiplicador significativamente mayor que el consumo del gobierno, aunque la inversión pública se ha reducido a lo largo de los años. Muchos países se beneficiarían de un reequilibrio del gasto público a favor de la inversión, financiado a partir de una mayor eficiencia y una mejor orientación de las transferencias.

La informalidad laboral sigue siendo elevada en muchos países y, tras la pandemia, está más alta que nunca. Reducirla requiere poner en marcha un conjunto de acciones concertadas que incluyan la disminución de los incentivos fiscales para que las empresas contraten mano de obra informal, trasladando el financiamiento de los beneficios de los impuestos laborales a impuestos más generales. Al mismo tiempo, las nuevas tecnologías para mejorar el control y la recaudación ofrecen muchas oportunidades para optimizar la recaudación de impuestos.

Elegir el momento es primordial

Elegir el momento de aplicar las medidas de consolidación fiscal también es clave. Las medidas de consolidación anticipadas tienen la ventaja de reducir la deuda con mayor celeridad y de ahorrar valiosos recursos al disminuir más rápidamente el pago de intereses. Sin embargo, un recorte brusco del gasto, si el crecimiento está por debajo del potencial, puede perjudicar el crecimiento. Podría decirse que, en las actuales circunstancias de alta inflación y ante las posibles limitaciones de la oferta, esta afirmación puede ser más cuestionable. La política fiscal debe complementar la política monetaria; una política fiscal expansiva, que necesite ser contrarrestada por las autoridades monetarias con tasas de interés oficiales más altas, puede resultar muy ineficiente. En cambio, puede ser adecuado un enfoque más gradual, en función de la necesidad de seguir apoyando a los hogares más pobres o a determinados sectores debido a la pandemia. Los paquetes de reformas que combinan el aumento de la eficiencia y la reducción del gasto real ineficiente y mal orientado con un mayor grado de apoyo e inversión bien enfocados puede que tengan más posibilidades de generar respaldo. La mejora de las instituciones fiscales que ayudan a garantizar la sostenibilidad a mediano plazo también puede permitir una consolidación más gradual, manteniendo tasas de interés más bajas.

La composición de la deuda es importante

La composición de la deuda es tan importante como su nivel. La gestión de la deuda ha mejorado considerablemente en la región en los últimos años. Muchos países crearon unidades dedicadas a la gestión de la deuda

con personal técnico bien capacitado y cierta independencia, con el objetivo de seguir una estrategia de deuda a mediano plazo. Durante las décadas de 1990 y 2000, la composición de la deuda mejoró; la atención se centró en disminuir la deuda en dólares y en ampliar los vencimientos tanto en moneda nacional como extranjera. Estas tendencias se vieron favorecidas por el crecimiento de los mercados financieros locales, la extensa liquidez de los mercados internacionales y las bajas tasas de interés internacionales.

Sin embargo, tras la caída de los precios de las materias primas después de 2012 y de la pandemia de la COVID-19, estos avances se han estancado, la dolarización de la deuda se ha incrementado y los vencimientos se han acortado. Varios países se enfrentan a costos del servicio de la deuda relativamente altos, superiores al 5% del PIB y al 15% de los ingresos públicos. Los países se enfrentan al reto de mejorar la composición de la deuda, mientras persiguen la consolidación fiscal. Deberían sacar el máximo provecho de los BMD y otros prestamistas oficiales que ofrecen financiamiento a largo plazo a tasas competitivas. También deberían aplicar estrategias de gestión activa del pasivo para suavizar las amortizaciones y atenuar los riesgos de refinanciamiento.

Aunque muchos países han creado unidades dedicadas a la gestión de la deuda, la composición de la misma no puede considerarse al margen de la política fiscal actual ni de los planes fiscales futuros. Los planes fiscales deben tener en cuenta la composición actual de la deuda y los posibles costos y riesgos de las medidas fiscales. Esto exige una estrecha coordinación entre las funciones de gestión de la deuda y de planificación fiscal. Ambas funciones son fundamentales para desarrollar planes fiscales sólidos que puedan ofrecer resultados predecibles y sostenibles, que sean coherentes con las estrategias de gestión de la deuda y que puedan comunicarse de manera eficaz para generar confianza y disminuir los costos de financiamiento.

Reestructuración de la deuda con un enfoque regional

Las instituciones financieras internacionales respondieron a la pandemia con nuevos recursos e iniciativas para ayudar a los países, especialmente a aquellos con problemas de deuda. El FMI y los BMD aumentaron los desembolsos y una nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG) del FMI proporcionó US\$650.000 millones a los miembros de esta entidad, que siguen debatiendo cómo reorientar mejor dichos recursos a los países en desarrollo. La comunidad internacional se centró en proporcionar un alivio de la deuda a los países de bajos ingresos. La Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI, por sus siglas en inglés) brindó

una interrupción temporal de los pagos de la deuda y su sucesor, el Marco Común, sigue ofreciendo la posibilidad de aliviar la deuda. Tres países africanos de bajos ingresos están pasando actualmente por ese proceso.

En los últimos años, América Latina y el Caribe ha estado a la cabeza del desarrollo de técnicas innovadoras de reestructuración de la deuda. Desde el inicio de la pandemia en 2020, cinco países de la región se sometieron a reestructuración. Las innovaciones incluyen reestructuraciones de bonos con cláusulas de acción colectiva (CAC) de nueva generación, cláusulas de suspensión del pago de la deuda en caso de desastres, recompras de deuda para el medio ambiente, y reestructuraciones que emplean una serie de instrumentos para tratar con una combinación diversa de acreedores que abarcan desde empresas no financieras hasta instituciones oficiales del Club de París y otras. Aunque los esfuerzos internacionales siguen centrados en la difícil situación de los países de bajos ingresos, los países de la región continúan enfrentando numerosos desafíos. Entre las cuestiones más destacadas vale mencionar la de saber si es posible vincular las renegociaciones de la deuda con los objetivos climáticos y ambientales, y cómo hacerlo. Un foro regional sería un valioso complemento para la arquitectura financiera mundial. La idea no sería sustituir el Marco Común u otras iniciativas, sino potenciar la coordinación y el impulso previstos. El foro no interferiría en las negociaciones reales entre un país y sus acreedores. Más bien serviría como mecanismo general para coordinar la cantidad de instituciones que participan en las reestructuraciones de la deuda en América Latina y el Caribe, incluidas las entidades multilaterales, el Club de París y otros acreedores bilaterales, las instituciones privadas que representan a acreedores y a grupos industriales, y los países prestatarios. El foro también podría apoyar el desarrollo de nuevos enfoques —por ejemplo, relacionados con el financiamiento ambiental, social y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés), y con las formas de vincular los objetivos climáticos y de deuda—; perfeccionar las normas existentes cuando sea necesario, y establecer pautas para definir el perímetro de las reestructuraciones, así como el tratamiento de la deuda colateralizada, los préstamos comerciales de entidades oficiales y otras innovaciones actuales o futuras del mercado.

Deuda del sector privado: hogares y empresas

Factores como la reducción de los niveles de deuda pública, el fortalecimiento de las instituciones fiscales y la mejora de la gestión de la deuda también beneficiarían al sector privado. Cuando la sostenibilidad de la deuda es más segura, es probable que las tasas de interés sean más bajas,

que la inversión privada aumente y que las condiciones de crédito sean más favorables, ya que los bancos y otros prestamistas perciben que los riesgos son menores.

Pese a que los niveles generales de crédito al sector privado no financiero han crecido en los últimos años, siguen siendo relativamente bajos en comparación con los estándares internacionales. El crédito al sector privado no financiero es, en promedio, superior al 60% del PIB, pero existe una considerable variación entre países y sectores.

La deuda de los hogares crece en toda la región

Los hogares obtuvieron un mayor acceso al crédito antes de la COVID-19 y se endeudaron más durante la pandemia. Aun así, los niveles generales de endeudamiento de las familias de la región siguen siendo relativamente bajos en comparación con los estándares internacionales. Puede haber hogares muy endeudados en determinados países, sobre todo si se tienen en cuenta otras fuentes de crédito ajenas al sistema bancario formal, pero los riesgos para la estabilidad financiera sistémica procedentes de este sector parecen limitados en la actualidad.

Pequeñas empresas: el acceso al crédito es clave

Las pequeñas y medianas empresas continúan enfrentando restricciones crediticias, especialmente en Centroamérica y el Caribe. A pesar de los muchos programas destinados a mantener el crédito para las firmas durante la pandemia, el acceso siguió siendo un factor esencial para que las empresas logaran sobrevivir a la crisis sanitaria. Aun así, una parte considerable de las mismas declaró estar en mora con los prestamistas. Con respecto al acceso, la morosidad y los cierres, las firmas más pequeñas, y dirigidas por mujeres, declararon tener más problemas que las más grandes y conducidas por hombres.

Grandes empresas: colchones de alta liquidez

Las empresas más grandes, que cotizan en los mercados de valores de la región, gozan de un acceso relativamente bueno al crédito y en los últimos años se endeudaron, recurriendo a préstamos o emitiendo bonos internos o externos, a atractivas tasas de interés. La deuda aumentó antes de la pandemia, ya que las firmas aprovecharon la liquidez de las condiciones financieras mundiales. Durante 2020, la deuda corporativa creció todavía más, y las empresas emitieron cantidades considerables tanto en los

mercados internacionales como en los locales. La inversión se desplomó y el financiamiento se utilizó para construir un fuerte colchón de liquidez y permanecer a flote en la crisis. Este colchón, más los programas de apoyo del gobierno (ayuda directa para las firmas y apoyo indirecto a los consumidores) y las políticas financieras (incluida la moratoria de préstamos y la flexibilidad regulatoria) permitieron a muchas empresas sobrevivir a la pandemia. Sin embargo, la falta de inversión implica una disminución de los activos fijos de las firmas (normalmente considerados su capital productivo).

Después de la pandemia, la deuda ha vuelto a sus niveles previos relativamente altos. Las empresas de la región tienen en promedio un mayor apalancamiento que en la mayoría de las demás regiones del mundo. Las valoraciones del mercado de valores corporativo no han vuelto a los niveles anteriores a la crisis y la volatilidad sigue siendo relativamente elevada. Esta combinación implica que los indicadores de riesgo corporativo (como la distancia al impago) siguen sugiriendo una mayor vulnerabilidad que antes de la pandemia. Los niveles de deuda corporativa relativamente altos de la región, combinados con una volatilidad también relativamente elevada, pueden tener un impacto negativo persistente en la inversión. Curiosamente, los resultados empíricos indican que la deuda y el riesgo funcionan de forma complementaria para disuadir la inversión. En otras palabras, cuando los niveles de deuda son superiores, un aumento de la volatilidad tiene un impacto negativo en la inversión, al igual que lo tiene un incremento de la deuda cuando los niveles de volatilidad son más elevados.

Próximos pasos

Muchos países pusieron en marcha programas para ayudar a las empresas durante la crisis, incluyendo moratorias de préstamos y planes de garantía a gran escala que proporcionaron a los bancos incentivos y liquidez para seguir prestando. Pocas empresas grandes quebraron, gracias tanto a estas políticas como a su acceso al crédito a tasas razonables. A las firmas más pequeñas y dirigidas por mujeres les fue peor y muchas se vieron obligadas a cerrar sus puertas. A medida que las economías se recuperan de la pandemia, los países han ido reduciendo estas medidas de políticas. En esta fase, los programas más selectivos, que eligen con cuidado a las empresas y proporcionan financiamiento de capital y de deuda podrían ser muy valiosos, puesto que las firmas ya tienen niveles de deuda relativamente altos, pero los activos fijos (productivos) han disminuido. Podría considerarse la posibilidad de crear una entidad público-privada que

ofrezca una serie de opciones de financiamiento. La clave sería garantizar una estructura de gobernanza sólida con un mandato robusto para proporcionar financiamiento a empresas prometedoras que tengan planes rentables, pero carezcan de acceso al crédito. Integrar a la rama del sector privado de los BMD (por ejemplo, BID Invest o la Corporación Financiera Internacional) aumentaría la credibilidad de dichas entidades para resistir la presión política, les permitiría mejorar la gobernanza corporativa de forma más general, y proporcionaría recursos financieros por adelantado.

Desafíos competitivos

A medida que la región sale de la pandemia, se enfrenta a una serie de desafíos: desaceleración del crecimiento mundial, altos precios de la energía y los alimentos, inflación y gran cantidad de problemas estructurales con consecuencias sociales y políticas, además de económicas. Los altos niveles de deuda complican el panorama y reducen el margen de manobra. Los formuladores de políticas se enfrentan a decisiones difíciles, en particular para gestionar los altos niveles de deuda pública, mejorar las instituciones y reducir la deuda. Este libro apunta a ofrecer recomendaciones útiles que les sirvan de punto de partida para la toma de decisiones a la hora de sopesar los delicados compromisos inherentes a la gestión de la deuda.

Referencias

- Abbas, S. Ali, Alex Pienkowski y Kenneth Rogoff, eds. 2019. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Primera edición. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.001.0001>.
- Abraham, Facundo, Juan J. Cortina y Sergio L. Schmukler. 2020. "Growth of Global Corporate Debt: Main Facts and Policy Challenges". Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas n.º 9394. Washington, DC: Banco Mundial. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9394>.
- Acevedo, María, Joaquín Lenon, Estefano Pereira y Patricia Yáñez-Pagans. 2021. "The Impacts of the COVID-19 Pandemic on Firms in the Caribbean". Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://idbinvest.org/en/publications/impacts-covid-19-pandemic-firms-caribbean>.
- Acharya, Viral, Itamar Drechsler y Philipp Schnabl. 2014. "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk: Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk". *The Journal of Finance* 69 (6): 2689-739. <https://doi.org/10.1111/jofi.12206>.
- Afonso, António y João Tovar Jalles. 2013. "Growth and Productivity: The Role of Government Debt". *International Review of Economics & Finance* 25 (enero): 384-407. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.07.004>.
- . 2020. "Stock Flow Adjustments in Sovereign Debt Dynamics: The Role of Fiscal Frameworks". *International Review of Economics & Finance* 65 (enero): 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.09.007>.
- Afonso, António y José Ricardo Alves. 2014. "The Role of Government Debt in Economic Growth". Documento de trabajo del Departamento de Economía del ISEG-UTL n.º 16/2014/DE/UECE. Lisboa: Lisbon School of Economics and Management (ISEG), University of Lisbon. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2468805>.
- Agier, Isabelle y Ariane Szafarz. 2013. "Microfinance and Gender: Is There a Glass Ceiling on Loan Size?". *World Development* 42 (febrero): 165-81. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2012.06.016>.

- Aguiar, Mark y Gita Gopinath. 2006. "Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account". *Journal of International Economics* 69 (1): 64-83. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.05.005>.
- Aizenman, Joshua y Andrew Powell. 1998. "The Political Economy of Public Savings and the Role of Capital Mobility". *Journal of Development Economics* 57 (1): 67-95. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(98\)00078-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(98)00078-9).
- Alesina, Alberto, Carlo Favero y Francesco Giavazzi. 2019. "Effects of Austerity: Expenditure- and Tax-Based Approaches". *Journal of Economic Perspectives* 33 (2): 141-62. <https://doi.org/10.1257/jep.33.2.141>.
- Alesina, Alberto, Francesca Lotti y Paolo Emilio Mistrulli. 2013. "Do Women Pay More for Credit? Evidence from Italy". *Journal of the European Economic Association* 11 (enero): 45-66. <https://doi.org/10.1111/j.1542-4774.2012.01100.x>.
- Alfaro, Laura. 2014. "Sovereign Debt Restructuring: Evaluating the Impact of the Argentina Ruling". *Harvard Business Law Review*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2451144%20.
- Alfaro, Laura, Andrew Charlton y Fabio Kanczuk. 2008. "Plant-Size Distribution and Cross-Country Income Differences". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 14060. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://doi.org/10.3386/w14060>.
- Allen, Franklin y Douglas Gale. 1994. "Limited Market Participation and Volatility of Asset Prices". *American Economic Review* 84 (4): 933-55.
- Amin, Mohammad y Silvia Muzi. 2014. "Women in the Private Sector in Latin America and the Caribbean". Enterprise surveys Latin America and the Caribbean series; note n.º 4. Washington, DC: Banco Mundial. <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/776071468015022178/Women-in-the-private-sector-in-Latin-America-and-the-Caribbean>.
- Amin, Mohammad y Yew Chong Soh. 2020. "Does Corruption Hurt Employment Growth of Financially Constrained Firms More?". Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas n.º 9286. Washington, DC: Banco Mundial. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9286>.
- Amin, Mohammad y Domenico Viganola. 2021. "Does Better Access to Finance Help Firms Deal with the COVID-19 Pandemic? Evidence from Firm-Level Survey Data". Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas n.º 9697. Washington, DC: Banco Mundial. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9697>.
- Anderson, Ronald W., Christopher L. Gilbert y Andrew Powell. 1989. "Securitization and Commodity Contingency in International Lending". *American Journal of Agricultural Economics* 71 (2): 523-30. <https://doi.org/10.2307/1241626>.

- Andreolli, Michele. 2021. "Monetary Policy and the Maturity Structure of Public Debt". Londres: London Business School. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3921429>.
- Andrián, Leandro, Jorge Hris, I. Urrea y Oscar Valencia. 2022. "Quality of Fiscal Rules and Their Impact over Debt Sustainability". Documento de trabajo. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Apedo-Amah, Marie Christine, Besart Avdiu, Xavier Cirera, Marcio Cruz, Elwyn Davies, Arti Grover, Leonardo Iacovone, Umut Kilinc, Denis Medvedev, Franklin Okechukwu Maduko, Stavros Poupakis, Jesica Torres y Trang Thu Tran. 2020. "Unmasking the Impact of COVID-19 on Businesses: Firm Level Evidence from across the World". Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas n.º 9434. Washington, DC: Banco Mundial. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9434>.
- Apley, Daniel W. y Jingyu Zhu. 2020. "Visualizing the Effects of Predictor Variables in Black Box Supervised Learning Models". *Journal of the Royal Statistical Society, Series B: Statistical Methodology* 82 (4): 1059–86. https://www.researchgate.net/publication/342099478_Visualizing_the_effects_of_predictor_variables_in_black_box_supervised_learning_models.
- Ardanaz, Martín, Eduardo Cavallo, Alejandro Izquierdo y Jorge Puig. 2021. "Growth-Friendly Fiscal Rules? Safeguarding Public Investment from Budget Cuts through Fiscal Rule Design". *Journal of International Money and Finance* 111 (marzo): 102319. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102319>.
- Arellano, Cristina. 2008. "Default Risk and Income Fluctuations in Emerging Economies". *American Economic Review* 98 (3): 690–712. <https://doi.org/10.1257/aer.98.3.690>.
- Armendáriz, Edna, Leandro Andrián, Eduardo Contreras y Jorge Hirs. 2021. "Planificación y Priorización *Ex Ante* de la Inversión Pública en los Países Andinos". Nota técnica del BID n.º 2171. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0003320>.
- Armendáriz, Edna, Eduardo Contreras Villablanca, Sebastián Orozco y Giorgiogiulio Parra. 2016. "La Eficiencia del Gasto de Inversión Pública en América Latina". XXI Congreso Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública. Santiago, Chile, 8 a 11 de noviembre. [https://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/3B0BFEE130669F58052580B200813641/\\$FILE/armendar.pdf](https://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/3B0BFEE130669F58052580B200813641/$FILE/armendar.pdf).
- Arslanalp, Serkan y Takahiro Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt". Documento de trabajo del FMI n.º 14/39. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://elibrary.imf.org/view/journals/001/2014/039/001.2014.issue-039-en.xml>.

- Ash, Michael, Deepankar Basu y Arindrajit Dube. 2017. "Public Debt and Growth: An Assessment of Key Findings on Causality and Thresholds". Documento de trabajo del PERI (por sus siglas en inglés) n.º 433. Amherst, MA: Instituto de Investigación en Economía Política (PERI). <https://peri.umass.edu/publication/item/980-public-debt-and-growth-an-assessment-of-key-findings-on-causality-and-thresholds>.
- Asonuma, Tamon y Christoph Trebesch. 2016. "Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default: Sovereign Debt Restructurings". *Journal of the European Economic Association* 14 (1): 175–214. <https://doi.org/10.1111/jeea.12156>.
- Aterido, Reyes, Giselle Del Carmen Hasbun, Marta Ruiz-Arranz y Rodolfo Stucchi. 2021. "The Effect of COVID-19 on Firms and Employment in Central America". Nota técnica del BID n.º 2262. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0003576>.
- Avellán, Leopoldo, Claudia Calderón, Giulia Lotti y Z'leste Wanner. 2021. "Knowledge for Development: The IDB's Impact in the Region". Documento de trabajo del BID n.º 01223. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0003387>.
- Avellán, Leopoldo, Arturo J. Galindo, Tomás Gómez y Giulia Lotti. 2022a. "The Cyclicalilty of Official Bilateral Lending". Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4214701.
- Avellán, Leopoldo, Arturo J. Galindo y Giulia Lotti. 2021. "Sovereign External Borrowing and Multilateral Lending in Crises". *International Review of Economics & Finance* 74 (julio): 206–38. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.01.010>.
- . 2022. "Following Public Finances: The Mirage of MDBs Countercyclicity". *The Quarterly Review of Economics and Finance* 84 (mayo): 372–85. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.08.001>.
- Avellán, Leopoldo, Arturo J. Galindo, Giulia Lotti y Juan Pablo Rodríguez Bonilla. 2022b. "Bridging the Gap: Mobilization of Multilateral Development Banks in Infrastructure". Documento de trabajo del BID n.º 1299. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0004006>.
- Ayres, João, Márcio Garcia, Diogo Guillen y Patrick Kehoe. 2019. "The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960–2016". Documento de trabajo del BID n.º 990. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0001672>.
- Ayres, João, Gastón Navarro, Juan Pablo Nicolini y Pedro Teles. 2018. "Sovereign Default: The Role of Expectations". *Journal of Economic Theory* 175 (mayo): 803–12. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2018.02.006>.

- Ayyagari, Meghana, Pedro Juarros, María Soledad Martínez Peria y Sandeep Singh. 2016. "Access to Finance and Job Growth: Firm-Level Evidence across Developing Countries". Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas n.º 7604. Washington, DC: Banco Mundial. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-7604>.
- Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta y Amine Mati. 2011. "Political and Fiscal Risk Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets: Sovereign Spreads in Emerging Markets". *Review of Development Economics* 15 (2): 251-63. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2011.00606.x>.
- Balibek, Emre, Tobias Haque, Diego Rivetti y Miriam Tamene. 2019. "Medium-Term Debt Management Strategy: Analytical Tool Manual". Manuales y notas técnicas del FMI n.º 2019/002. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://ideas.repec.org/p/imf/imftnm/2019-002.html>.
- Balima, Hippolyte y Amadou N.R. Sy. 2019. "The Impact of Bailouts on the Probability of Sovereign Debt Crises: Evidence from IMF-Supported Programs". Documento de trabajo del FMI n.º 19/2. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/01/11/The-Impact-of-Bailouts-on-the-Probability-of-Sovereign-Debt-Crises-Evidence-from-IMF-46297>.
- Banco Mundial. 2018. "MDB Methodology for Private Investment Mobilization: Reference Guide". Washington, DC: Banco Mundial. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/495061492543870701/pdf/114403-REVISED-June25-DocumentsPrivInvestMob-Draft-Ref-Guide-Master-June2018-v4.pdf>.
- . 2020. *Private Participation in Infrastructure (PPI): 2020 Half year report*. Washington, DC: Banco Mundial. https://ppi.worldbank.org/content/dam/PPI/documents/PPI_2020_Half-Year_Update.pdf.
- . 2021. *Debt Transparency in Developing Economies*. Washington, DC: Banco Mundial. <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/743881635526394087/debt-transparency-in-developing-economies>.
- . 2022. *World Development Report 2022: Finance for an Equitable Recovery*. Folleto de síntesis. Washington, DC: Banco Mundial.
- Banco Mundial y Comité de Desarrollo. 2015. *From Billions to Trillions: Transforming Development Finance Post-2015 Financing for Development: Multilateral Development Finance*. Washington, DC: Banco Mundial. <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/622841485963735448-0270022017/original/DC20150002EFinancingforDevelopment.pdf>.
- Banco Mundial y FMI. 2001. "IMF and World Bank's Joint Guidelines for Public Debt Management". Washington, DC: Banco Mundial, Fondo

- Monetario Internacional. <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>.
- Banco Mundial, FMI y OCDE. 2015. *Capital Market Instruments to Mobilize Institutional Investors to Infrastructure and SME Financing in Emerging Market Economies: Report for the G20*. Washington, DC: Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional; París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/23326>.
- Barasinska, Nataliya y Dorothea Schäfer. 2010. "Are Women More Credit-Constrained than Men? Evidence from a Rising Credit Market". Documento de trabajo del FINESS n.º D.6.3. Berlín: Instituto Alemán de Investigación Económica. <https://www.econstor.eu/handle/10419/119508>.
- BAoD (Banco Asiático de Desarrollo). 2017. *The Asian Bond Markets Initiative: Policy Maker Achievements and Challenges*. Manila: Banco Asiático de Desarrollo. <https://www.adb.org/publications/asian-bond-markets-initiative>.
- . 2020. *Asia's Journey to Prosperity: Policy, Market y Technology over 50 Years*. Manila: Banco Asiático de Desarrollo. <https://doi.org/10.22617/TCS190290>.
- Baumann Fonay, Iván. 2022. "The Effects of Foreign Investors' Holdings on the Local Currency Sovereign Bond Markets in Latin America". Nota técnica del BID n.º 2451. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0004240>.
- Beaugrand, Philippe, Boileau Loko y Montfort Mlachila. 2002. "The Choice between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits: The Case of Central and West African Countries". Documento de trabajo del FMI n.º 02/79. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://digitallibrary.un.org/record/473594>.
- Beck, Thorsten, Patrick Behr y Andreas Madestam. 2018. "Sex and Credit: Do Gender Interactions Matter for Credit Market Outcomes?". *Journal of Banking & Finance* 87 (febrero): 380-96. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.10.018>.
- Beers, David y Patrisha de Leon-Manlagnit. 2019. "The BoC-BoE Sovereign Default Database: What's New in 2019?". Documento de trabajo del personal n.º 2019-39. Ottawa: Banco de Canadá. <https://doi.org/10.34989/SWP-2019-39>.
- Bellucci, Andrea, Alexander Borisov y Alberto Zazzaro. 2010. "Does Gender Matter in Bank-Firm Relationships? Evidence from Small Business Lending". *Journal of Banking & Finance* 34 (12): 2968-84. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.008>.
- Ben-Bassat, Avraham y Daniel Gottlieb. 1992. "Optimal International Reserves and Sovereign Risk". *Journal of International Economics* 33 (3-4): 345-62. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(92\)90008-8](https://doi.org/10.1016/0022-1996(92)90008-8).

- Benford, James, Thomas Best, Mark Joy y Mark Kruger. 2016. "Sovereign GDP-Linked Bonds". *Bank of England Financial Stability Paper* 39. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2852435>.
- Benjamin, David y Mark L. J. Wright. 2009. "Recovery before Redemption: A Theory of Delays in Sovereign Debt Renegotiations". *SSRN Electronic Journal* (abril). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1392539>.
- Bernardini, Marco y Lorenzo Forni. 2020. Private and Public Debt Interlinkages in Bad Times. *Journal of International Money and Finance* 109 (diciembre): 102239. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102239>.
- Bi, Ran. 2008. "'Beneficial' Delays in Debt Restructuring Negotiations". Documentos de reuniones 2008 n.º 766. Madison, WI: Society for Economic Dynamics. <https://ideas.repec.org/p/red/sed008/766.html>.
- Bi, Ran, Marcos Chamon y Jeromin Zettelmeyer. 2016. "The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings". *IMF Economic Review* 64 (3): 471-501. <https://doi.org/10.1057/imfer.2016.13>.
- Bianchi, Javier, Juan Carlos Hatchondo y Leonardo Martínez. 2018. "International Reserves and Rollover Risk". *American Economic Review* 108 (9): 2629-70. <https://doi.org/10.1257/aer.20140443>.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo), ed. 2007. *Vivir con deuda: Cómo contener los riesgos del endeudamiento público*. Informe 2007 sobre progreso económico y social en América Latina. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- BIS (Banco de Pagos Internacionales). 2019. "Establishing Viable Capital Markets". Documentos del Comité sobre el Sistema Financiero Global n.º 62. Basilea: Banco de Pagos Internacionales. <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf>.
- . 2022. "Credit to the Non-financial Sector". Basilea: Banco de Pagos Internacionales. <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.
- Blanchard, Olivier. 1990. "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators". Documento de trabajo del Departamento de Economía de la OCDE n.º 79. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. <https://doi.org/10.1787/435618162862>.
- . 2022. *Fiscal Policy under Low Interest Rates*. Cambridge, MA: MIT Press. <https://fiscal-policy-under-low-interest-rates.pubpub.org/>.
- Blanchard, Olivier, Jean-Claude Chouraqui, Robert Hagemann y Nicola Sartor. 1991. "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º R1547. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://papers.ssrn.com/abstract=227461>.

- Blanchard, Olivier, Paolo Mauro y Julien Acalin. 2016. "The Case for Growth-Indexed Bonds in Advanced Economies Today". Resúmenes de políticas n.º PB16-2. Washington, DC: Instituto Peterson de Economía Internacional. <https://ideas.repec.org/p/iie/pbrief/pb16-2.html>.
- Blancher, Nicolas, Maximiliano Appendino, Aidyn Bibolov, Armand Fouejieu, Jiawei Li, Anta Ndoye, Alexandra Panagiotakopoulou, Wei Shi y Tetyana Sydorenko. 2019. *Financial Inclusion of Small and Medium-Sized Enterprises in the Middle East and Central Asia*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Bobba, Matteo y Andrew Powell. 2006. "Multilateral Intermediation of Foreign Aid: What Is the Trade-Off for Donor Countries?". Documento de trabajo del BID n.º 594. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/en/publication/multilateral-intermediation-foreign-aid-what-trade-donor-countries>.
- Bobba, Matteo y Andrew Powell. 2007. "Aid Effectiveness: Politics Matters". Documento de trabajo del BID n.º 601. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/english/document/Aid-Effectiveness-Politics-Matters.pdf>.
- Bohn, Henning. 1995. "The Sustainability of Budget Deficits in a Stochastic Economy". *Journal of Money, Credit and Banking* 27 (1): 257-71. <https://doi.org/10.2307/2077862>.
- . 1998. "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits". *The Quarterly Journal of Economics* 113 (3): 949-63. <https://doi.org/10.1162/003355398555793>.
- . 2007. "Are Stationarity and Cointegration Restrictions Really Necessary for the Intertemporal Budget Constraint?". *Journal of Monetary Economics* 54 (7): 1837-47. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2006.12.012>.
- . 2008. "The Sustainability of Fiscal Policy in the United States". En *Sustainability of Public Debt*, editado por Reinhard Neck y Jan-Egbert Sturm: 14-49. Cambridge, MA: MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9780262140980.003.0002>.
- Bolton, Patrick, Lee Buchheit, Beatrice Weder Di Mauro, Pierre-Olivier Gourinchas, Mitu Gulati, Chang-Tai Hsieh y Hugo Panizza. 2020. "The Necessity of a Global Debt Standstill that Works". *Project Syndicate*, 23 de abril. <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-debt-standstill-must-include-all-private-creditors-by-patrick-bolton-et-al-2020-04>.
- Bolzico, Javier y Joan Oriol Prats Cabrera. 2022. *Esquemas de Garantía Pública para Créditos Bancarios en Tiempos de COVID-19 en América Latina y el Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0004193>.

- Boot, Arnoud, Peter Hoffmann, Luc Laeven y Lev Ratnovski. 2021. “Fin-tech: What’s Old, What’s New?”. *Journal of Financial Stability* 53 (abril): 100836. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2020.100836>.
- Borensztein, Eduardo, Barry Eichengreen y Ugo Panizza. 2006. “Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities”. Documento de trabajo del BID n.º 558. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/english/viewer/Debt-Instruments-and-Policies-in-the-New-Millennium-New-Markets-and-New-Opportunities.pdf>.
- Borensztein, Eduardo y Paolo Mauro. 2004. “The Case for GDP-Indexed Bonds”. *Economic Policy* 19 (38): 167-216.
- Boughton, James M. 2012. *Tearing Down Walls: The International Monetary Fund, 1990-1999*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Bova, Elva, Robert Dippelsman, Kara C. Rideout y Andrea Schaechter. 2013. *Another Look at Governments’ Balance Sheets: The Role of Nonfinancial Assets*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Bova, Elva, Marta Ruiz-Arranz, Frederick Toscani y H. Elif Ture. 2016. *The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Brichetti, Juan Pablo, Leonardo Mastronardi, María Eugenia Rivas, Tomás Serebrisky y Ben Solís. 2021. *La brecha de infraestructura en América Latina y el Caribe: Estimación de las necesidades de inversión hasta 2030 para progresar hacia el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0003759>.
- Broccolini, Chiara, Giulia Lotti, Alessandro Maffioli, Andrea F. Presbitero y Rodolfo Stucchi. 2021. “Mobilization Effects of Multilateral Development Banks”. *The World Bank Economic Review* 35 (2): 521-43. <https://doi.org/10.1093/wber/lhz049>.
- Brooke, Martin, Rhys R. Mendes, Alex Pienkowski y Eric Santor. 2013. “Sovereign Default and State-Contingent Debt”. Documento de debate n.º 2013-3. Ottawa: Banco de Canadá. <https://doi.org/10.34989/SDP-2013-3>.
- Brunnermeier, Markus y Arvind Krishnamurthy. 2020a. “Corporate Debt Overhang and Credit Policy”. *Brookings Papers on Economic Activity* 2020 (2): 447-502. <https://doi.org/10.1353/eca.2020.0014>.
- . 2020b. “The Macroeconomics of Corporate Debt”. *The Review of Corporate Finance Studies* 9 (3): 656-65. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa015>.
- Buchheit, Lee C. 2013. “Sovereign Debt Restructurings: The Legal Context”. Documento del BIS (por sus siglas en inglés) n.º 72s. Basilea:

- Banco de Pagos Internacionales (BIS). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2473986.
- Buchheit, Lee C. y G. Mitu Gulati. 2000. "Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges". *SSRN Electronic Journal*, 9 de agosto. <https://doi.org/10.2139/ssrn.231511>.
- . 2002. "Sovereign Bonds and the Collective Will". *Emory Law Journal* 51 (4): 1317-63. https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6108&context=faculty_scholarship.
- . 2019. "Sovereign Debt Restructuring and US Executive Power". *Capital Markets Law Journal* 14 (1): 114-130. <https://doi.org/10.1093/cmjl/kmy030>.
- Buchheit, Lee, Guillaume Chabert, Chanda DeLong y Jeromin Zettelmeyer. 2019. "The Restructuring Process". En *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, editado por S. Ali Abbas, Alex Pienkowski y Kenneth Rogoff: 328-64. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.003.0009>.
- Buera, Francisco J., Joseph P. Kaboski y Yongseok Shin. 2015. "Entrepreneurship and Financial Frictions: A Macroeconomic Perspective". *Annual Review of Economics* 7 (1): 409-36. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-080614-115348>.
- Buiter, Willem H. y Steven Fries. 2002. "What Should the Multilateral Development Banks Do?". Documento de trabajo del BERD n.º 74. Londres: Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD). <https://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0074.pdf>.
- Buiter, Willem H., Torsten Persson y Patrick Minford. 1985. "A Guide to Public Sector Debt and Deficits". *Economic Policy* 1 (1): 13. https://www.researchgate.net/publication/271677350_A_Guide_to_Public_Sector_Debt_and_Deficits.
- Buiter, Willem H. y Anne Sibert. 1999. "UDROP: A Small Contribution to the New International Financial Architecture". Documento de discusión del CEPR (por sus siglas en inglés) n.º 2138. Londres: Centro de Investigación Económica y Política (CEPR). <https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/2138.html>.
- Bulow, Jeremy y Kenneth Rogoff. 1989. "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?". *The American Economic Review* 79 (1): 43-50.
- . 2015. "Why Sovereigns Repay Debts to External Creditors and Why It Matters". *Vox*^{EU} (blog), 20 de junio. <https://cepr.org/voxeu/columns/why-sovereigns-repay-debts-external-creditors-and-why-it-matters>.

- Butkus, Mindaugas, Diana Cibulskiene, Lina Garsviene y Janina Seputiene. 2021. "The Heterogeneous Public Debt-Growth Relationship: The Role of the Expenditure Multiplier". *Sustainability* 13 (9): 4602. <https://doi.org/10.3390/su13094602>.
- Calderón, César y J. Rodrigo Fuentes. 2013. "Government Debt and Economic Growth". Documento de trabajo del BID n.º 424. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/en/government-debt-and-economic-growth>.
- Calvo, Guillermo A. 1988. "Servicing the Public Debt: The Role of Expectations". *The American Economic Review* 78 (4): 647-61.
- . 2004. "Comments to: Role of Regional Development Banks in Rebuilding the International Financial Architecture by Manuel Hinds". En *Financing Development: The Power of Regionalism*, editado por Nancy Birdsall y Liliana Rojas Suarez: 213-15. Washington, DC: Centro para el Desarrollo Global. <https://www.cgdev.org/sites/default/files/9780881323535-FinDev5.pdf>.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo y Rudy Loo-Kung. 2012. "Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stop". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 18219. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://doi.org/10.3386/w18219>.
- Campos, Camila F. S., Dany Jaimovich y Ugo Panizza. 2006. "The Unexplained Part of Public Debt". *Emerging Markets Review* 7 (3): 228-43. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2006.06.001>.
- Canuto, Otaviano y Lili Liu. 2013. "Subnational Debt, Insolvency y Market Development". Washington, DC: Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17023>.
- Carstens, Agustín y Hyun Song Shin. 2019. "Emerging Markets Aren't Out of the Woods Yet". *Foreign Affairs*, 15 de marzo. <https://www.foreignaffairs.com/articles/2019-03-15/emerging-markets-arent-out-woods-yet>.
- Carter, Patrick, Nicolas Van de Sijpe y Raphael Calel. 2021. "The Elusive Quest for Additionality". *World Development* 141 (mayo): 105393. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2021.105393>.
- Carter, Sara, Eleanor Shaw, Wing Lam y Fiona Wilson. 2007. "Gender, Entrepreneurship y Bank Lending: The Criteria and Processes Used by Bank Loan Officers in Assessing Applications". *Entrepreneurship Theory and Practice* 31 (3): 427-44. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2007.00181.x>.
- Caselli, Francesca, Matilde Faralli, Paolo Manasse y Ugo Panizza. 2021. "On the Benefits of Repaying". Documento de trabajo n.º 1163. Bolonia:

- Universidad de Bolonia, Departamento de Economía (DSE). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3922715>.
- Castellani, Francesca, Marcelo Olarreaga, Ugo Panizza y Yue Zhou. 2019. "Investment Gaps in Latin America and the Caribbean". *Revue Internationale de Politique de Développement* 11.1 (marzo). <https://doi.org/10.4000/poldev.2894>.
- Catão, Luis y Bennett Sutton. 2002. *Sovereign Defaults: The Role of Volatility*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Cavallo, Eduardo A., Eduardo Fernández-Arias y Matías Marzani. 2017. "Making International Financial Integration Work for Low-Saving Countries". Documento de trabajo del BID n.º 823. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3103798>.
- Cavallo, Eduardo A., Eduardo Fernández-Arias y Andrew Powell. 2014. "Is the Euro-Zone on the Mend? Latin American Examples to Analyze the Euro Question". *Journal of Banking & Finance* 47 (octubre): 243-57. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.07.010>.
- Cavallo, Eduardo A., Eduardo Fernández-Arias y Juan Martín Rinaldi. 2022. "The Risk of External Financial Crisis". Documento de trabajo del BID n.º 1389. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Cavallo, Eduardo A., Arturo Galindo, Victoria Nuguer y Andrew Powell. 2022. *Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2022: De la recuperación a la renovación: Transformar la crisis en oportunidad*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0004180>.
- Cavallo, Eduardo A. y Andrew Powell. 2021. *Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2021: Oportunidades para un mayor crecimiento tras la pandemia*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0003107>.
- Cavallo, Eduardo A., Andrew Powell y Tomás Serebrisky, eds. 2020. *De estructuras a servicios: El camino a una mejor infraestructura en América Latina y el Caribe*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0002506>.
- Cavallo, Eduardo A. y Tomás Serebrisky, eds. 2016. *Ahorrar para desarrollarse: Cómo América Latina y el Caribe puede ahorrar más y mejor*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo; Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Cecchetti, Stephen G., Madhusudan S. Mohanty y Fabrizio Zampolli. 2011. "The Real Effects of Debt". Documento de trabajo del BIS (por sus siglas en inglés) n.º 352. Basilea: Banco de Pagos Internacionales (BIS). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1946170.

- Cecchetti, Stephen G. y Kermit L. Schoenholtz. 2017. "Regulatory Reform: A Scorecard". Documento de discusión del CEPR (por sus siglas en inglés) n.º DP12465. Londres: Centro de Investigación Económica y Política (CEPR). <https://papers.ssrn.com/abstract=3082291>.
- Cerra, Valerie y Sweta Chaman Saxena. 2008. "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery". *American Economic Review* 98 (1): 439-57.
- Chalk, Nigel Andrew y Richard Hemming. 2000. *Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Chamon, Marcos, Vimal Thakoor, Erik Klok y Jeromin Zettelmeyer. 2022. "Debt-for-Climate Swaps: Analysis, Design, and Implementation". Documento de trabajo del FMI n.º 22/162. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://doi.org/10.5089/9798400215872.001>.
- Checherita-Westphal, Cristina D., Andrew Hughes Hallett y Philipp Rother. 2012. "Fiscal Sustainability using Growth-Maximising Debt Targets". Documento de trabajo del BCE n.º 1472. Frankfurt: Banco Central Europeo (BCE). <https://doi.org/10.2139/ssrn.2145281>.
- Cheng, Gong, Javier Díaz-Cassou y Aitor Erce. 2016. "From Debt Collection to Relief Provision: 60 Years of Official Debt Restructurings through the Paris Club". Documento de trabajo del MEDE n.º 20. Luxemburgo: Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). <https://www.esm.europa.eu/publications/debt-collection-relief-provision-60-years-official-debt-restructurings-through-paris>.
- Chinn, Menzie D. y Hiro Ito. 2006. "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions". *Journal of Development Economics* 81 (1): 163-92. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304387805001409>.
- Chodorow-Reich, Gabriel. 2014. "The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-Level Evidence from the 2008-9 Financial Crisis". *The Quarterly Journal of Economics* 129 (1): 1-59. <https://doi.org/10.1093/qje/qjt031>.
- Chudik, Alexander, Kamiar Mohaddes, M. Hashem Pesaran y Mehdi Raissi. 2017. "Is There a Debt-Threshold Effect on Output Growth?". *The Review of Economics and Statistics* 99 (1): 135-50. https://doi.org/10.1162/REST_a_00593.
- Clark, Ian, Thomas MacWright, Brian Pfeiffer, Dimitrios Lyratzakis y Amanda Parra Criste. 2021. "Sovereign Debt Restructurings in Latin America: A New Chapter". White & Case LLP, Insight, 25 de octubre. Consultado el 16 de septiembre de 2022. <https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/sovereign-debt-restructurings-latin-america-new-chapter>.

- Clevy, Jean François, Guilherme Pedras y Esther Pérez Ruiz. 2021. "Financing for the Post-Pandemic Recovery: Developing Domestic Sovereign Debt Markets in Central America". Documento de trabajo del FMI n.º 21/283. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, <https://elibrary.imf.org/view/journals/001/2021/283/001.2021.issue-283-en.xml>.
- Cline, William R. 1995. *International Debt Reexamined*. Washington, DC: Instituto Peterson de Economía Internacional.
- . 2003. "Restoring Economic Growth in Argentina". Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas n.º 3158. Washington, DC: Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/18043>.
- Cochrane, John H. 2011. "Inflation and Debt". *National Affairs* 9 (2): 56-78.
- Cohen, Daniel. 1993. "Low Investment and Large LDC Debt in the 1980's". *The American Economic Review* 83 (3): 437-49.
- Cole, Harold L. y Timothy J. Kehoe. 2000. "Self-Fulfilling Debt Crises". *The Review of Economic Studies* 67 (1): 91-116. <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00123>.
- Combes, Jean-Louis, Alexandru Minea y Moussé Sow. 2017. "Is Fiscal Policy Always Counter- (pro-) Cyclical? The Role of Public Debt and Fiscal Rules". *Economic Modelling* 65 (septiembre): 138-46. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.05.017>.
- Consensus Economics. 2022. "Economic Forecasts and Indicators". Latin American Consensus Forecasts. Consensus Forecasts. Consultado el 17 de diciembre de 2022. <https://www.consensuseconomics.com/publications/latin-american-consensus-forecasts/>.
- Corbacho, Ana, Vicente Fretes Cibils y Eduardo Lora. 2013. *More than Revenue: Taxation as a Development Tool*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo; Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Cordella, Tito y Andrew Powell. 2021. "Preferred and Non-Preferred Creditors". *Journal of International Economics* 132 (septiembre): 103491. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103491>.
- Corsetti, Giancarlo, Bernardo Guimarães y Nouriel Roubini. 2006. "International Lending of Last Resort and Moral Hazard: A Model of IMF's Catalytic Finance". *Journal of Monetary Economics* 53 (3): 441-71. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.03.008>.
- Costa, Alejo, Marcos Chamon y Luca A. Ricci. 2008. "Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants". Documento de trabajo del FMI n.º 08/109. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://papers.ssrn.com/abstract=1153730>.

- Cottarelli, Carlo. 2012. "The Austerity Debate: Festina Lente!". Vox^{EU} (blog), 20 de abril. <https://voxeu.org/article/austerity-debate-make-haste-slowly>.
- Croi, Kacou Firmin y Adama Diaw. 2020. "Debt and Growth in West African Economic and Monetary Union Countries (WAEMU): The Role of Institutional Quality". *Modern Economy* 11 (9): 1505-21. <https://doi.org/10.4236/me.2020.119107>.
- Cruces, Juan José y Eduardo Levy Yeyati. 2016. "What the World Can Learn from Argentina's Holdout Saga". VOX^{EU} (blog), 20 de mayo. Consultado el 9 de septiembre de 2022. <https://cepr.org/voxeu/columns/what-world-can-learn-argentinas-holdout-saga>.
- Cruces, Juan José y Christoph Trebesch. 2013. "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts". *American Economic Journal: Macroeconomics* 5 (3): 85-117. <https://doi.org/10.1257/mac.5.3.85>.
- Cueva, Simón y Julián P. Díaz. 2018. "The Fiscal and Monetary History of Ecuador: 1950-2015". Documento de trabajo del Becker Friedman Institute for Economics n.º 2018-65. Chicago, ILL: Universidad de Chicago. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3238175>.
- Custer, Samantha, Tanya Sethi, Rodney Knight, Amber Hutchinson, Vera Choo y Mengfan Cheng. 2021. *Listening to Leaders 2021: A Report Card for Development Partners in an Era of Contested Cooperation*. Williamsburg, VA: AidData en College of William & Mary. <https://www.aiddata.org/publications/listening-to-leaders-2021>.
- D'Amato, Laura, Elena Grubisic y Andrew Powell. 1997. "Contagion, Banks Fundamentals or Macroeconomic Shock? An Empirical Analysis of the Argentine 1995 Banking Problems". Documento de trabajo del BCRA n.º 2. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina. <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Publicaciones/trabajo2.pdf>.
- Das, Udaibir S., Michael G. Papaioannou y Christoph Trebesch. 2012. "Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data y Stylized Facts". Documento de trabajo del FMI n.º 12/203, Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/2012-203.html>.
- Das, Udaibir S., Yinqiu Lu, Michael G. Papaioannou e Iva Petrova. 2012. "Sovereign Risk and Asset and Liability Management: Conceptual Issues". Documento de trabajo del FMI n.º 12/241, Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/2012-241.html>.
- David, Antonio, Takuji Komatsuzaki y Samuel Pienknagura. 2020. "The Macroeconomic Effects of Structural Reforms in Latin America and the Caribbean". Documento de trabajo del FMI n.º 20/195, Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications>

/WP/Issues/2020/09/25/The-Macroeconomic-Effects-of-Structural-Reforms-in-Latin-America-and-the-Caribbean-49760.

- Davoodi, Hamid, Paul Elger, Alexandra Fotiou, Daniel Garcia-Macia, Xuehui Han, Andresa Lagerborn, W. Raphael Lam y Paulo A. Medas. 2022. *Fiscal Rules and Fiscal Councils: Recent Trends and Performance during the COVID-19 Pandemic*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Debrun, Xavier, Jonathan D. Ostry, Tim Willems y Charles Wyplosz. 2019. "Debt Sustainability". En *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, editado por S. Ali Abbas, Alex Pienkowski y Kenneth Rogoff: 151-91. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.003.0005>.
- De la Cruz, Andrés e Ignacio Lagos. 2021. "CACs at Work: What next? Lessons from the Argentine and Ecuadorian 2020 Debt Restructurings". *Capital Markets Law Journal* 16 (2): 226-48. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmab006>.
- D'Erasmus, P., E. G. Mendoza y J. Zhang. 2016. "What Is a Sustainable Public Debt?". En *Handbook of Macroeconomics*, editado por John B. Taylor y Harald Uhlig, 2: 2493-597. <https://doi.org/10.1016/bs.hesmac.2016.03.013>.
- DeLong, J. Bradford, Lawrence H. Summers, Martin Feldstein y Valerie A. Ramey. 2012. "Fiscal Policy in a Depressed Economy [with Comments and Discussion]". *Brookings Papers on Economic Activity* 2012 (1): 233-97.
- Dembiermont, Christian, Mathias Drehmann y Siriporn Muksakunratana. 2013. "How Much Does the Private Sector Really Borrow? A New Database for Total Credit to the Private Non-Financial Sector". *BIS Quarterly Review*, marzo. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1303h.htm.
- Denizer, Cevdet, Daniel Kaufmann y Aart Kraay. 2013. "Good Countries or Good Projects? Macro and Micro Correlates of World Bank Project Performance". *Journal of Development Economics* 105 (noviembre): 288-302. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2013.06.003>.
- De Pascale, Gianluigi y Antonio Scrocco. 2022. "How Does Institutional Quality Shape the Impact of Public Debt on Economic Growth? A Threshold Panel Analysis Over EU-28". <https://doi.org/10.2139/ssrn.4145370>.
- Devlin, Robert y Ricardo Ffrench-Davis. 1995. "The Great Latin American Debt Crisis: Ten Years of Asymmetric Adjustment". En *Poverty, Prosperity and the World Economy*, editado por Gerry Helleiner, Shahan Abrahamian, Edmar Bacha, Roger Lawrence y Pedro Malan: 43-80. Londres: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-1-349-13658-2_3.

- Dewatripont, Mathias y Jean Tirole. 2012. "Macroeconomic Shocks and Banking Regulation". *Journal of Money, Credit and Banking* 44 (diciembre): 237-54. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2012.00559.x>.
- Diamond, Peter A. 1965. "National Debt in a Neoclassical Growth Model". *The American Economic Review* 55 (5): 1126-50.
- Distinguin, Isabelle, Clovis Rugemintwari y Ruth Tacneng. 2016. "Can Informal Firms Hurt Registered SMEs' Access to Credit?". *World Development* 84 (agosto): 18-40. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2016.04.006>.
- Dollar, David y Aart Kraay. 2002. "Growth Is Good for the Poor". *Journal of Economic Growth* 7 (3): 195-225.
- Dooley, Michael P., Eduardo Fernández-Arias y Kenneth Kletzer. 1996. "Is the Debt Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries". *The World Bank Economic Review* 10 (1): 27-50. <https://doi.org/10.1093/wber/10.1.27>.
- Eaton, Jonathan y Mark Gersovitz. 1981. "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis". *The Review of Economic Studies* 48 (2): 289-309. <https://doi.org/10.2307/2296886>.
- Eberhardt, Markus y Andrea F. Presbitero. 2015. "Public Debt and Growth: Heterogeneity and Non-Linearity". *Journal of International Economics* 97 (1): 45-58. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2015.04.005>.
- Eichengreen, Barry, Asmaa El-Ganainy, Rui Pedro Esteves y Kris James Mitchener. 2019. "Public Debt through the Ages". En *Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, editado por S. Ali Abbas, Alex Pienkowski y Kenneth Rogoff: 7-55. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.003.0002>.
- Eichengreen, Barry y Ricardo Hausmann. 1999. "Exchange Rates and Financial Fragility". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 7418. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7418/w7418.pdf.
- Eichengreen, Barry y Ugo Panizza. 2016. "A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve Its Debt Problem?". *Economic Policy* 31 (85): 5-49. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiv016>.
- Eichengreen, Barry y Richard Portes, eds. 1995. *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*. Londres: Centro de Investigación Económica y Política.
- Elmendorf, Douglas W. y N. Gregory Mankiw. 1999. "Government Debt". En *Handbook of Macroeconomics*, editado por John B. Taylor y Michael Woodford, 1 (parte C): 1615-69. Ámsterdam: Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0048\(99\)10038-7](https://doi.org/10.1016/S1574-0048(99)10038-7).

- Erosa, Andrés y Gustavo Ventura. 2002. "On Inflation as a Regressive Consumption Tax". *Journal of Monetary Economics* 49 (4): 761-95.
- Escolano, Julio. 2010. *A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability y Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Fang, Chuck, Julian Schumacher y Christoph Trebesch. 2021. "Restructuring Sovereign Bonds: Holdouts, Haircuts and the Effectiveness of CACs". *IMF Economic Review* 69 (1): 155-96. <https://link.springer.com/article/10.1057/s41308-020-00127-z>.
- Farhi, Emmanuel y Jean Tirole. 2018. "Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops". *The Review of Economic Studies* 85 (3): 1781-823. <https://doi.org/10.1093/restud/rdx059>.
- Farhi, Emmanuel e Iván Werning. 2016. "A Theory of Macroprudential Policies in the Presence of Nominal Rigidities". *Econometrica* 84 (5): 1645-704. <https://doi.org/10.3982/ECTA11883>.
- Fazzari, Steven M., Piero Ferri y Anna Maria Variato. 2020. "Demand-Led Growth and Accommodating Supply". *Cambridge Journal of Economics* 44 (3): 583-605. <https://doi.org/10.1093/cje/bez055>.
- Feldstein, Martin y Charles Horioka. 1980. "Domestic Saving and International Capital Flows". *The Economic Journal* 90 (358): 314-29. <https://doi.org/10.2307/2231790>.
- Fernández-Arias, Eduardo y Ricardo Hausmann. 2001. "Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?". En *Foreign Direct Investment Versus Other Flows to Latin America*, editado por Jorge Braga de Macedo y Enrique V. Iglesias. París: Banco Interamericano de Desarrollo y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
- FIAP (Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones). 2020. "Investment Portfolios of the Latin American Pension Funds". Nota de pensión del FIAP n.º 46. Santiago, Chile: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. <https://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2020/06/np-46-junio-eng.pdf>.
- Figal-Garone, L., D. Giuliadori, M. L. Lanzalot, A. Rodriguez y R. Stucchi. 2021. "Can Digital Credit Boost E-Commerce among MSMEs?". BID Invest (blog), 23 de junio. <https://idbinvest.org/en/blog/development-impact/can-digital-credit-boost-e-commerce-among-msmes>.
- Filippini, Federico y Guido Sandleris. 2022. "Austerity Intolerance". Documento de trabajo. Buenos Aires: Universidad Torcuato di Tella.
- Financial Times*. 2012. "Argentina Seeks To Free Bond-Row Ship". 16 de diciembre.
- Financial Times*. 2022. "Ecuador Reaches \$1.4bn Debt Restructuring Deal with China". 20 de septiembre.

- Finnovista, BID (Banco Interamericano de Desarrollo) y BID Invest. 2022. “Fintech en América Latina y el Caribe: Un Ecosistema Consolidado para la Recuperación”. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0004202>.
- Flandreau, M. 2013. “Sovereign States, Bondholders Committees, and the London Stock Exchange in the Nineteenth Century (1827–68): New Facts and Old Fictions”. *Oxford Review of Economic Policy* 29 (4): 668–96. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grt031>.
- Fleiss, Pablo. 2021. *Multilateral Development Banks in Latin America: Recent Trends, the Response to the Pandemic y the Forthcoming Role*. Serie Estudios y Perspectivas n.º 21. Washington, DC: Comisión Económica para América Latina y el Caribe. https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/46916/S2100262_en.pdf?sequence=1&isAllowed=y.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2003. *Public Debt in Emerging Markets*. World Economic Outlook. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- . 2004. *Report on the Evaluation of the Role of the IMF in Argentina, 1991–2001*. Informes de la Oficina de Evaluación Independiente. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/Independent-Evaluation-Office-Reports/Issues/2016/12/31/Report-on-the-Evaluation-of-the-Role-of-the-IMF-in-Argentina-1991-2001-30041>.
- . 2013. *Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for The Fund’s Legal and Policy Framework*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Sovereign-Debt-Restructuring-Recent-Developments-and-Implications-for-the-Fund-s-Legal-and-PP4772>.
- . 2019. “Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Statistical Update”. Documento de política del FMI n.º 2019/028, Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2019/08/06/Heavily-Indebted-Poor-Countries-HIPC-Initiative-and-Multilateral-Debt-Relief-Initiative-MDRI-48566>.
- . 2020. “Ecuador: First Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Request for Modification of Quantitative Performance Criteria-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ecuador”. Informe de país del FMI n.º 2020/325. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/12/23>

- /Ecuador-First-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-49980.
- . 2021. *Recovery during a Pandemic: Health Concerns, Supply Disruptions and Price Pressures*. World Economic Outlook, octubre. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- . 2022. *War Sets Back the Global Recovery*. World Economic Outlook, abril. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>.
- Fofack, Achille Dargaud, Ahmet Aker y Husam Rjoub. 2020. “Assessing the Post-Quantitative Easing Surge in Financial Flows to Developing and Emerging Market Economies”. *Journal of Applied Economics* 23 (1): 89-105. <https://doi.org/10.1080/15140326.2019.1710421>.
- FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto). 2022. “Summary of Economic Projections”. Reunión del 20 al 21 de septiembre. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproptabl20220921.pdf>.
- Frankel, Jeffrey A y David H. Romer. 1999. “Does Trade Cause Growth?”. *American Economic Review* 89 (3): 379-99. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.379>.
- Friedman, Benjamin. 1978. “Crowding Out or Crowding In? The Economic Consequences of Financing Government Deficits”. Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 284. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://doi.org/10.3386/w0284>.
- G20. 2019. *Multilateral Development Banks’ Final Report on Value for Money*. Buenos Aires: G20. https://www.mof.go.jp/english/policy/international_policy/convention/g20/annex4-4.pdf.
- . 2020. “Extraordinary G20 Finance Ministers and Central Bank Governors’ Meeting Statement”. Arabia Saudita [virtual]: G20. <https://www.imf.org/-/media/Files/News/news-articles/english-extraordinary-G20-fmcbg-statement-november-13.ashx>.
- . 2022. *Boosting MDBs’ Investing Capacity: An Independent Review of Multilateral Development Banks’ Capital Adequacy Frameworks*. Italia, Indonesia: G20. <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/07/Boosting-MDBs-investing-capacity.pdf>.
- G20 y Club de París. 2020. “Common Framework for Debt Treatments beyond the DSSI”. Arabia Saudita: G20; París: Club de París. https://clubdeparis.org/sites/default/files/annex_common_framework_for_debt_treatments_beyond_the_dssi.pdf.
- Gale, William G. y Peter R. Orszag. 2003. “The Economic Effects of Long-Term Fiscal Discipline”. Documento de debate n.º 8. Washington, DC:

- Urban-Brookings Tax Policy Center, Urban Institute. <https://www.urban.org/sites/default/files/publication/58901/310669-The-Economic-Effects-of-Long-Term-Fiscal-Discipline.PDF>.
- Galindo, Arturo J. y Ugo Panizza. 2018. "The Cyclicity of International Public Sector Borrowing in Developing Countries: Does the Lender Matter?". *World Development* 112 (diciembre): 119-35. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2018.08.007>.
- Galizia, Federico, William Perraudin, Andrew Powell y Timothy Turner. 2021. "Risk Transfer for Multilateral Development Banks: Obstacles and Potential". Documento de trabajo del BID n.º 1292. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0003751>.
- Gautam, Deepali, Rohit Goel y Fabio Natalucci. 2022. "Sustainable Finance in Emerging Markets Is Enjoying Rapid Growth, But May Bring Risks". FMI (blog), 1 de marzo. <https://blogs.imf.org/2022/03/01/sustainable-finance-in-emerging-markets-is-enjoying-rapid-growth-but-may-bring-risks/>.
- Gelpern, Anna. 2005. "What Iraq and Argentina Might Learn from Each Other". *Chicago Journal of International Law* 6 (1): 391-414. <https://chicagounbound.uchicago.edu/cjil/vol6/iss1/23>.
- Gelpern, Anna y Ugo Panizza. 2022. "Enough Potential Repudiation: Economic and Legal Aspects of Sovereign Debt in the Pandemic Era". *Annual Review of Economics*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4095719>.
- Gennaioli, Nicola, Alberto Martin y Stefano Rossi. 2014. "Sovereign Default, Domestic Banks y Financial Institutions". *Journal of Finance* 69 (2): 819-66. <https://doi.org/10.1111/jofi.12124>.
- Gerling, Kerstin, Paulo A. Medas, Tigran Poghosyan, Juan Farah-Yacoub y Yizhi Xu. 2017. *Fiscal Crises*. Documento de trabajo del FMI n.º 17/86. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Ghosal, Sayantan y Marcus Miller. 2015. "Writing-Down Debt with Heterogeneous Creditors: Lock Laws and Late Swaps". *Journal of Globalization and Development* 6 (2): 239-55. <https://doi.org/10.1515/jgd-2015-0017>.
- Ghosh, Atish R., Jun I. Kim, Enrique G. Mendoza, Jonathan D. Ostry y Mahvash S. Qureshi. 2013. "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies". *The Economic Journal* 123 (566): F4-F30. <https://doi.org/10.1111/econj.12010>.
- Gilbert, Christopher, Andrew Powell y David Vines. 1999. "Positioning the World Bank". *The Economic Journal* 109 (459): 598-633. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00474>.
- Gilchrist, Simon y Egon Zakrajšek. 2012. "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations". *American Economic Review* 102 (4): 1692-720. <https://doi.org/10.1257/aer.102.4.1692>.

- Gómez-González, José E., Oscar M. Valencia y Gustavo A. Sánchez. 2022. "How Fiscal Rules Can Reduce Sovereign Debt Default Risk". *Emerging Markets Review* 50 (marzo): 100839. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100839>.
- Gómez-González, José E., Jorge M. Uribe y Oscar M. Valencia. 2022. "Risk Spillovers between Global Corporations and Latin American Sovereigns: Global Factors Matter". *Applied Economics*. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2097193>.
- Gómez-Puig, Marta, Simón Sosvilla-Rivero y Inmaculada Martínez-Zarzoso. 2022. "On the Heterogeneous Link between Public Debt and Economic Growth". *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 77 (marzo): 101528. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101528>.
- González, M. y J. Hernández. 2022. "Estimating Fiscal Reaction Functions for LAC". Documento de trabajo del BID, Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Philippe Martin y Todd Messer. 2020. "The Economics of Sovereign Debt, Bailouts and the Eurozone Crisis". Documento de trabajo del NBER (por su sigla en inglés) n.º 27403. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://doi.org/10.3386/w27403>.
- Greenspan, Alan. 1999. "New Challenges for Monetary Policy". Junta de la Reserva Federal, 27 de agosto. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990827.htm>.
- . 2007. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. Nueva York: Penguin Press.
- Griffiths, Jesse, Ugo Panizza y Filippo Taddei. 2020. "Reducing Low-Income Country Debt Risks". Nota informativa (mayo). Londres: Overseas Development Institute. https://cdn.odi.org/media/documents/reducing_low-income_country_debt_risks_v4.pdf.
- Grupo de los Diez. 1996. *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors*. Basilea: Banco de Pagos Internacionales. <https://www.bis.org/publ/gten03.pdf>.
- Gunter, Samara, Daniel Riera-Crichton, Carlos A. Vegh y Guillermo Vuletin. 2021. "Non-Linear Effects of Tax Changes on Output: The Role of the Initial Level of Taxation". *Journal of International Economics* 131 (julio): 103450. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103450>.
- Hagan, Sean. 2005. "Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt". *Georgetown Journal of International Law* 26: 299-402.
- Halac, Marina y Sergio L. Schmukler. 2004. "Distributional Effects of Crises: The Financial Channel". *Economía* 5 (1): 1-67.

- Hansen, Bruce E. 1999. "Threshold Effects in Non-Dynamic Panels: Estimation, Testing, and Inference". *Journal of Econometrics* 93 (2): 345-68. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(99\)00025-1](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(99)00025-1).
- Harrison, Caroline y Lea Muething. 2021. *Sovereign Green, Social y Sustainability Bond Survey*. Londres: Iniciativa de Bonos Climáticos. <https://greenfinancelac.org/resources/publications/2021-sovereign-green-social-and-sustainability-bond-survey/>.
- Hart, Oliver y John Moore. 1994. "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital". *The Quarterly Journal of Economics* 109 (4): 841-79. <https://doi.org/10.2307/2118350>.
- Hashimoto, Hideo, Yen Mooi, Guilherme Pedras, Arindam Roy, Kay Chung, Tadeusz Galeza, Michael G. Papaioannou, Peter Katz, Zsolt Bango, José Antonio Gragnani, Bryan Gurhy y Cindy Paladines. 2021. *Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/37787>.
- Hennessy, Christopher A., Amnon Levy y Toni M. Whited. 2007. "Testing Q Theory with Financing Frictions". *Journal of Financial Economics* 83 (3): 691-717. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.008>.
- Hernández, Juan. 2018. "How International Reserves Reduce the Probability of Debt Crises". Documento de discusión del BID n.º 579. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0001235>.
- Hernández de Cos, Pablo, Enrique Moral-Benito, Gerrit B. Koester y Christiane Nickel. 2014. "Signalling Fiscal Stress in the Euro Area: A Country-Specific Early Warning System". Documento de trabajo del Banco de España n.º 1418. Madrid: Banco de España. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2471464>.
- Herrera, Diego. 2020. "MSME Financing Instruments in Latin America and the Caribbean during COVID-19". Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0002361>.
- Ho, Edmund. 2019. "The Double-Edged Sword of Foreign Participation in Local Currency Government Bond Markets". Memorandum de investigación n.º 14/2019. Hong Kong: Autoridad Monetaria de Hong Kong. <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/research/research-memorandums/2019/RM14-2019.pdf>.
- Ho, Sui-Jim y Edward Crane. 2020. "Building climate resilient debt portfolio". *International Financial Law Review* 1: 24-26.
- Holmström, Bengt y Jean Tirole. 1998. "Private and Public Supply of Liquidity". *Journal of Political Economy* 106 (1): 1-40. <https://doi.org/10.1086/250001>.
- Horn, Sebastian, Carmen Reinhart y Christoph Trebesch. 2020. "Coping with Disasters: Two Centuries of International Official Lending". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 27343.

- Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER), <https://doi.org/10.3386/w27343>.
- . 2021. “China’s Overseas Lending”. *Journal of International Economics* 133 (noviembre): 103539. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103539>.
- Huang, Jennifer y Jiang Wang. 2010. “Market Liquidity, Asset Prices y Welfare”. *Journal of Financial Economics* 95 (1): 107-27. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.008>.
- Humphrey, Chris. 2015. “Are Credit Rating Agencies Limiting the Operational Capacity of Multilateral Development Banks?”. Documento de políticas para el G24, Washington, DC: Grupo Intergubernamental de los 24. <http://www.g24.org/wp-content/uploads/2014/03/G24-CRA-October30.pdf>.
- . 2017. “He Who Pays the Piper Calls the Tune: Credit Rating Agencies and Multilateral Development Banks”. *The Review of International Organizations* 12 (2): 281-306. <https://doi.org/10.1007/s11558-017-9271-6>.
- Humphrey, Chris y Katharina Michaelowa. 2013. “Shopping for Development: Multilateral Lending, Shareholder Composition and Borrower Preferences”. *World Development* 44 (abril): 142-55. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2012.12.007>.
- Hyun, Jay, Daisoon Kim y Seung-Ryong Shin. 2020. “Global Connectedness and Market Power Make Firms More Resilient to Domestic COVID-19 Shocks”. Vox^{EU} (blog), 10 de octubre. https://voxeu.org/article/global-connectedness-market-power-and-firms-resilience-domestic-covid-19-shocks?qt-quicktabs_cepr_policy_research=1.
- IIF (Instituto de Finanzas Internacionales). 2022. *The Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring, April 2022 Update*. Washington, DC: Instituto de Finanzas Internacionales. https://www.iif.com/portals/0/Files/content/2_Updated%20Debt%20Principles_vf.pdf.
- Ika, Lavagnon A. 2015. “Opening the Black Box of Project Management: Does World Bank Project Supervision Influence Project Impact?”. *International Journal of Project Management* 33 (5): 1111-23. <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2015.01.005>.
- Ilzetzki, Ethan, Enrique G. Mendoza y Carlos A. Végh. 2013. “How Big (Small?) Are Fiscal Multipliers?”. *Journal of Monetary Economics* 60 (2): 239-54. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.10.011>.
- Iniciativa de Bonos Climáticos. 2021. *Latin America & Caribbean: Sustainable Finance: State of the Market 2021*. Londres: Iniciativa de Bonos Climáticos. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_lac_2020_04e.pdf.
- Ivashina, Victoria y David Scharfstein. 2010. “Loan Syndication and Credit Cycles”. *American Economic Review* 100 (2): 57-61. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.57>.

- Izquierdo, Alejandro, Carola Pessino y Guillermo Vuletin, eds. 2018. *Mejor gasto para mejores vidas: Cómo América Latina y el Caribe puede hacer más con menos*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/DIA2018/Mejor-Gasto-para-Mejores-Vidas>.
- Jafarov, Etibar, Rodolfo Maino y Marco Pani. 2019. "Financial Repression Is Knocking at the Door, Again". Documento de trabajo del FMI n.º 19/211, Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://doi.org/10.5089/9781513512488.001>.
- Jahan, Sarwat. 2012. "Inflation Targeting: Holding the Line". Finance & Development, Back to Basics Compilation. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/pdf/jahpan-inflation-targeting.pdf>.
- Jandhyala, Srividya. 2016. "International Organizations and Political Risk—The Case of Multilateral Development Banks in Infrastructure Projects". Singapur: Escuela de Negocios ESSEC. https://ppi.worldbank.org/content/dam/PPI/resources/ppi_publication/global/The-case-of-multilateral-development-banks-by-Jandhyala2016.pdf.
- Jaramillo, Laura, Carlos Mulas-Granados y Elijah Kimani. 2017. "Debt Spikes and Stock Flow Adjustments: Emerging Economies in Perspective". *Journal of Economics and Business* 94 (noviembre-diciembre): 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.08.003>.
- Jeanne, Olivier y Anton Korinek. 2010. "Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach". *American Economic Review* 100 (2): 403-07. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.403>.
- Jensen, M. C y W. H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-60.
- Jiang, Zhengyang, Hanno Lustig, Stijn Van Nieuwerburgh y Mindy Xiaolan. 2019. "The U.S. Public Debt Valuation Puzzle". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 26583. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://doi.org/10.3386/w26583>.
- Jonasson, Thordur, Michael G. Papaioannou y Mike Williams. 2019. "Debt Management". En *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, editado por S. Ali Abbas, Alex Pienkowski y Kenneth Rogoff: 192-224. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.003.0006>.
- Jordà, Òscar. 2005. "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections". *American Economic Review* 95 (1): 161-82. <https://doi.org/10.1257/0002828053828518>.

- Jordà, Òscar, Martin Kornejew, Moritz Schularick y Alan Taylor. 2020. "Zombies at Large? Corporate Debt Overhang and the Macroeconomy". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 28197, Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://doi.org/10.3386/w28197>.
- Jorra, Markus. 2012. "The Effect of IMF Lending on the Probability of Sovereign Debt Crises". *Journal of International Money and Finance* 31 (4): 709-25. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.01.010>.
- J.P. Morgan. 2021. "J.P. Morgan ESG EMBI Global Diversified Index: Methodology and Factsheet". J.P. Morgan Global Index Research, 26 de mayo.
- Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo y Carmen M. Reinhart. 1998. "Leading Indicators of Currency Crises". *IMF Staff Papers* 45 (1): 1-48. https://www.researchgate.net/publication/313674022_Leading_Indicators_of_Currency_Crises.
- Kawai, Masahiro, Richard Newfarmer y Sergio L. Schmukler. 2005. "Financial Crises: Nine Lessons from East Asia". *Eastern Economic Journal* 31 (2): 185-207.
- Kehoe, Timothy J. y Juan Pablo Nicolini, eds. 2021. *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017*. Minneapolis: University of Minnesota Press. <https://manifold.bfi.uchicago.edu/projects/monetary-fiscal-history-latin-america-1960-2017>.
- Ketterer, Juan y Andrew Powell. 2018. "Financing Infrastructure: On the Quest for an Asset Class". Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0001323>.
- Kilby, Christopher. 2000. "Supervision and Performance: The Case of World Bank Projects". *Journal of Development Economics* 62 (1): 233-59. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(00\)00082-1](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(00)00082-1).
- Kose, M. Ayhan, Peter Nagle, Franziska L. Ohnsorge y Naotaka Sugawara. 2021. "Benefits and Costs of Debt: The Dose Makes the Poison". En *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, editado por M. Ayhan Kose, Peter Nagle, Franziska L. Ohnsorge y Naotaka Sugawara: 45-77. Washington, DC: Banco Mundial. https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1544-7_ch2.
- Kose, M. Ayhan, Franziska L. Ohnsorge, Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff. 2022. "The Aftermath of Debt Surges". *Annual Review of Economics* 14: 637-663. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-051420-015343>.
- Kourtellos, Andros, Thanasis Stengos y Chih Ming Tan. 2013. "The Effect of Public Debt on Growth in Multiple Regimes". *Journal of Macroeconomics* 38 (Parte A): 35-43. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2013.08.023>.

- Kraft, Joseph. 1984. *The Mexican Rescue*. Nueva York: Grupo de los Treinta. <https://group30.org/publications/detail/31>.
- Krugman, Paul. 1988. "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang". *Journal of Development Economics* 29 (3): 253-68. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(88\)90044-2](https://doi.org/10.1016/0304-3878(88)90044-2).
- Krueger, Anne O. 2001. "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring". Discurso para la cena anual de miembros del Club Nacional de Economistas del American Enterprise Institute, 26 de noviembre. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.
- . 2002. "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring". En *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, editado por Anne O. Krueger, 1-3. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>.
- Kumar, Manmohan S. y Emanuele Baldacci. 2010. *Fiscal Deficits, Public Debt y Sovereign Bond Yields*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Kumar, Manmohan y Jaejoon Woo. 2010. "Public Debt and Growth". Documento de trabajo del FMI n.º 10/174. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Kuntchev, Veselin, Rita Ramalho, Jorge Rodríguez-Meza y Judy S. Yang. 2013. "What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?". Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas n.º 6670, Washington, DC: Banco Mundial. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2344038.
- Laeven, Luc y Fabián Valencia. 2018. *Systemic Banking Crises Revisited*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Lamont, Owen. 1995. "Corporate-Debt Overhang and Macroeconomic Expectations". *The American Economic Review* 85 (5): 1106-17.
- Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti. 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004". *Journal of International Economics* 73 (2): 223-50. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.02.003>.
- . 2018. "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis". *IMF Economic Review* 66 (1): 189-222. <https://doi.org/10.1057/s41308-017-0048-y>.
- Lang, Valentin, David Mihalyi y Andrea Presbitero. 2021. "Borrowing Costs after Sovereign Debt Relief". Documento de discusión del CEPR (por sus siglas en inglés) n.º 15832. Londres: Centro de Investigación

- Económica y Política (CEPR). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3795215.
- Law, Siong Hook, Chee Hung Ng, Ali M. Kutan y Zhi Kei Law. 2021. "Public Debt and Economic Growth in Developing Countries: Nonlinearity and Threshold Analysis". *Economic Modelling* 98 (mayo): 26-40. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.02.004>.
- Leith, Campbell y Simon Wren-Lewis. 2013. "Fiscal Sustainability in a New Keynesian Model". *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (8): 1477-516. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12060>.
- Levine, Matt. 2015. "Now Argentina Can't Even Pay Bonds in Argentina". Bloomberg (blog), 13 de marzo. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2015-03-13/now-argentina-can-t-even-pay-bonds-in-argentina>.
- Levine, Ross y David Renelt. 1992. "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions". *The American Economic Review* 82 (4): 942-63. <https://www.jstor.org/stable/2117352>.
- Levy Yeyati, E. 2008. "The Cost of Reserves". *Economics Letters* 100 (1): 39-42.
- Levy Yeyati, E. y F. Sturzenegger. 2021. "A Balance-Sheet Approach to Fiscal Sustainability". Documento de trabajo n.º 150. Buenos Aires: Universidad de San Andrés. <https://ideas.repec.org/p/sad/wpaper/150.html>.
- López Marmolejo, Arnoldo, María Cecilia Deza y Marta Ruiz-Arranz. 2022. *En búsqueda de mejores condiciones de endeudamiento para empresas y hogares: Informe económico sobre Centroamérica, México, Panamá y República Dominicana*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0003974>.
- Lozano-Espitia, Ignacio y J. Manuel Julio-Román. 2020. "Debt Limits and Fiscal Space for Some Latin American Economies". *Latin American Journal of Central Banking* 1 (1-4): 100006. <https://doi.org/10.1016/j.latcb.2020.100006>.
- Magud, Nicolas y Samuel Pienknagura. 2022. "The Return of Expansionary Austerity: Firms' Investment Response to Fiscal Adjustments in Emerging Markets". Documento de trabajo del FMI n.º 22/70. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://doi.org/10.5089/9798400204845.001>.
- Makoff, Gregory y Mark C. Weidemaier. 2022. "Mass Sovereign Debt Litigation: A Computer-Assisted Analysis of the Argentina Bond Litigation in the U.S. Federal Courts 2002-2016". *UNC Legal Studies Research Paper* 4157688. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4157688>.

- Manzano, Osmel, Fernando Navajas y Andrew Powell. 2018. *The Economics of Natural Resources in Latin America: Taxation and Regulation of the Extractive Industries*. Londres: Routledge.
- Mariscal, Rodrigo, Andrew Powell, Guido Sandleris y Pilar Tavella. 2015. "Sovereign Defaults: Has the Current System Resulted in Lasting (Re) Solutions?". Documento de trabajo del Business School n.º 2015-03. Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella. <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/2015-03.html>.
- Mascia, Danilo V. y Stefania P. S. Rossi. 2017. "Is There a Gender Effect on the Cost of Bank Financing?". *Journal of Financial Stability* 31 (agosto): 136-53. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.07.002>.
- Mauro, Paolo, Rafael Romeu, Ariel Binder y Asad Zaman. 2013. "A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy". Documento de trabajo del FMI n.º 13/5. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1305.pdf>.
- Mauro, Paolo y Jing Zhou. 2020. "r Minus g Negative: Can We Sleep More Soundly?". Documento de trabajo del FMI n.º 20/52. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/03/13/r-minus-g-negative-Can-We-Sleep-More-Soundly-49068>.
- Mbaye, Samba, Marialuz Moreno Badia y Kyungla Chae. 2018. "Bailing Out the People?: When Private Debt Becomes Public". Documento de trabajo del FMI n.º 18/141, Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Grupo de trabajo sobre movilización de los BMDs. 2021. *Mobilization of Private Finance 2019*. Washington, DC: Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/35616>.
- Merton, Robert C. 1974. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates". *The Journal of Finance* 29 (2): 449-70. <https://doi.org/10.2307/2978814>.
- Meyer, Josefin, Carmen M. Reinhart y Christoph Trebesch. 2022. "Sovereign Bonds Since Waterloo". *The Quarterly Journal of Economics* 137 (3): 1615-80. <https://doi.org/10.1093/qje/qjac007>.
- MinHacienda. 2018. "Estrategia de Gestión de Deuda de Mediano Plazo: 2018-2022". Bogotá: Ministerio de Hacienda de Colombia.
- Ministerio de Finanzas de Ucrania. 2015. "Fact Sheet on Agreement with Ad Hoc Committee of Creditors". Ucrania: Ministerio de Finanzas de Ucrania, 27 de agosto.
- Mitchener, Kris James y Christoph Trebesch. 2021. "Sovereign Debt in the 21st Century: Looking Backward, Looking Forward". Documento de trabajo de CESifo n.º 8959, Munich: CESifo. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3812076>.

- Miyamoto, Kaori y Emilio Chiofalo. 2015. "Official Development Finance for Infrastructure: Support by Multilateral and Bilateral Development Partners". Documento de trabajo del Departamento de Economía de la OCDE n.º 25. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. <https://doi.org/10.1787/5jrs3sbcrvzx-en>.
- Montoriol-Garriga, Judit y Emilia Garcia-Appendini. 2013. "Firms as Liquidity Providers: Evidence from the 2007–2008 Financial Crisis". *Journal of Financial Economics* 109 (1): 272–91. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.010>.
- Montoya, Ana María, Eric Parrado, Alex Solís y Raimundo Undurraga. 2020. *De mal gusto: Discriminación de género en el mercado de créditos de consumo*. Documento de trabajo del BID n.º 1053. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0001921>.
- MOPAN (Red para la Evaluación del Desempeño de las Organizaciones Multilaterales). 2021. *Pulling Together: The Multilateral Response to Climate Change*. Serie Lecciones de efectividad multilateral. París: MOPAN. https://www.mopanonline.org/analysis/items/MOPAN_Climate_VOLI_Overview_web.pdf.
- Moreno Badia, Marialuz, Yuan Xiang y Juliana Gamboa-Arbelaez. 2021. *Debt Dynamics in Emerging and Developing Economies Is R-G a Red Herring?* Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Morris, Stephen y Hyun Song Shin. 2003. "Global Games: Theory and Applications". En *Advances in Economics and Econometrics*, editado por Mathias Dewatripont, Lars Peter Hansen y Stephen J. Turnovsky: 56–114. Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511610240.004>.
- Muravyev, Alexander, Oleksandr Talavera y Dorothea Schäfer. 2009. "Entrepreneurs' Gender and Financial Constraints: Evidence from International Data". *Journal of Comparative Economics*, 37 (2): 270–86. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2008.12.001>.
- Mussa, Michael. 2002. "Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy". *Análisis de Políticas en Economía Internacional* 67. Washington, DC: Instituto Peterson de Economía Internacional.
- Muzi, Silvia, Filip Jolevski, Kohei Ueda y Domenico Viganola. 2021. "Productivity and Firm Exit during the COVID-19 Crisis: Cross-Country Evidence". Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas n.º 9671, Washington, DC: Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/35632>.
- Myers, Stewart C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147–75. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0).

- Myrvin, Anthony, Gregorio Impavido y Bert van Selm. 2020. “Barbados’ 2018–19 Sovereign Debt Restructuring—A Sea Change?”. Documento de trabajo del FMI n.º 20/34. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/02/21/Barbados-201819-Sovereign-Debt-RestructuringA-Sea-Change-49044>.
- Nagle, Peter. 2022. “Resolving High Debt after the Pandemic: Lessons from Past Episodes of Debt Relief”. En *Global Economic Prospects, enero 2022*, Banco Mundial: 47–62. Washington, DC: Banco Mundial. https://elibrary.worldbank.org/doi/10.1596/978-1-4648-1758-8_SpecialFocus.
- Neck, Reinhard y Jan-Egbert Sturm (eds). 2008. “Sustainability of Public Debt: Introduction and Overview”. En *Sustainability of Public Debt*, editado por Reinhard Neck y Jan-Egbert Sturm: 1–13. Cambridge, MA: MIT Press Scholarship Online. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9780262140980.003.0001>.
- ODI (Overseas Development Institute). 2021. “What Do Countries Value about Multilateral Development Banks?”. ODI (blog), 16 de junio. <https://odi.org/en/about/our-work/what-do-countries-value-about-multilateral-development-banks/>.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos). 2017. *Accrual Practices and Reform Experiences in OECD Countries*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. <https://www.oecd.org/publications/accrual-practices-and-reform-experiences-in-oecd-countries-9789264270572-en.htm>.
- . 2019. *Equity Market Development in Latin America: Enhancing Access to Corporate Finance*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. <https://www.oecd.org/corporate/ca/equity-markets-latin-america.htm>.
- . 2020. *Multilateral Development Finance 2020*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. <https://doi.org/10.1787/e61fdf00-en>.
- Ostry, Jonathan David, Atish R. Ghosh, Karl F. Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash Saeed Qureshi y Annamaria Kokenyne. 2011. “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”. Nota de debate del personal del FMI n.º 11/06. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://doi.org/10.5089/9781463926540.006>.
- Ostry, Jonathan David, Mahvash Saeed Qureshi, Jun I. Kim y Atish R. Ghosh. 2010. “Fiscal Space”. Nota de posición del personal del FMI n.º 10/11. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1011.pdf>.
- Panizza, Ugo y Filippo Taddei. 2020. “Local Currency Denominated Sovereign Loans: A Portfolio Approach to Tackle Moral Hazard and Provide

- Insurance”. Documento de trabajo n.º HEIDWPO9-2020. Ginebra: Instituto Universitario de Altos Estudios Internacionales. http://repec.ggraduateinstitute.ch/pdfs/Working_papers/HEIDWPO9-2020.pdf.
- Pérez-Reyna, David y Daniel Osorio. 2018. “The Monetary and Fiscal History of Colombia: 1960-2017”. Documento de trabajo del Instituto de Economía Becker Friedman n.º 2018-61. Chicago, ILL: Universidad de Chicago. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3238183>.
- Perraudin, William, Andrew Powell y Peng Yang. 2016. “Multilateral Development Bank Ratings and Preferred Creditor Status”. Documento de trabajo del BID n.º 697. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/en/multilateral-development-bank-ratings-and-preferred-creditor-status>.
- Picarelli, Mattia Osvaldo, Willem Vanlaer y Wim Marneffe. 2019. “Does Public Debt Produce a Crowding Out Effect for Public Investment in the EU?”. Documento de trabajo del MEDE n.º 36. Luxemburgo: Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3376471>.
- Piras, Claudia, Andrea F. Presbitero y Roberta Rabellotti. 2014. “Barking up the Wrong Tree? Measuring Gender Gaps in Firm’s Access to Finance”. *The Journal of Development Studies* 50 (10): 1430-44. <https://doi.org/10.1080/00220388.2014.940914>.
- Pitchford, Rohan y Mark L. J. Wright. 2012. “Holdouts in Sovereign Debt Restructuring: A Theory of Negotiation in a Weak Contractual Environment”. *The Review of Economic Studies* 79 (2): 812-37.
- Popov, Alexander y Jörg Rocholl. 2018. “Do Credit Shocks Affect Labor Demand? Evidence for Employment and Wages during the Financial Crisis”. *Journal of Financial Intermediation* 36 (octubre): 16-27. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2016.10.002>.
- Powell, Andrew. 1989. “The Management of Risk in Developing Country Finance”. *Oxford Review of Economic Policy* 5 (4): 69-87. <https://doi.org/10.1093/oxrep/5.4.69>.
- . 2002. “Argentina’s Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice”. *Brookings Trade Forum*: 1-58. <https://www.jstor.org/stable/25063167>.
- . 2011. “Bipolar Debt Restructuring: Lessons from LAC”. VoxLACEA, 24 de febrero. <https://vox.lacea.org/?q=debt-lessons-LAC>.
- . 2015. “Commodity Prices: Over a Hundred Years of Booms and Busts”. Vox^{EU} (blog), 28 de abril. <https://cepr.org/voxeu/columns/commodity-prices-over-hundred-years-booms-and-busts>.

- . 2016. *Tiempo de decisiones: América Latina y el Caribe ante sus desafíos*. Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2016. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Informe-macroecon%C3%B3mico-de-Am%C3%A9rica-Latina-y-el-Caribe-2016-Tiempo-de-decisiones-Am%C3%A9rica-Latina-y-el-Caribe-ante-sus-desaf%C3%ADos.pdf>.
- . 2021. “¿Otro año que vivimos en peligro?”. Ideas que cuentan (blog), 22 de diciembre. <https://blogs.iadb.org/ideas-que-cuentan/es/otro-año-que-vivimos-en-peligro/>.
- Powell, Andrew y Leandro Arozamena. 2003. “Liquidity Protection versus Moral Hazard: The Role of the IMF”. *Journal of International Money and Finance* 22 (7): 1041–63. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2003.09.009>.
- Powell, Andrew y Liliana Rojas-Suárez. 2020. *Bancos sólidos para la recuperación económica: Recomendaciones de política en tiempos de coronavirus en América Latina y el Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/es/bancos-solidos-para-la-recuperacion-economica-recomendaciones-de-politica-en-tiempos-de-coronavirus>.
- . 2022. *Empresas prósperas para una recuperación sólida: políticas de apoyo al sector empresarial y al empleo en América Latina y el Caribe*. Washington, DC: Centro para el Desarrollo Global y Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/es/empresas-prosperas-para-una-recuperacion-solida-politicas-de-apoyo-al-sector-empresarial-y-al>.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayan Kose. 2003. “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”. Documento ocasional del FMI n.º 220. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/220/>.
- Prats, Joan Oriol y Jimena Chiara. 2021. “DMOs Institutional Capacities in the LAC Region”. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Prats, Joan Oriol y Juan Antonio Ketterer. 2019. “El Rol de la Banca Pública de Desarrollo en el Financiamiento de Infraestructuras”. Nota técnica del BID n.º 1763. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0001971>.
- Presbitero, Andrea F. 2012. “Total Public Debt and Growth in Developing Countries”. *The European Journal of Development Research* 24 (4): 606–26. <https://doi.org/10.1057/ejdr.2011.62>.

- Prizzon, Annalisa. 2017. "Why Do Countries Want Multilateral Development Bank Assistance? Views from Recipient Countries". En *Six Recommendations for Reforming Multilateral Development Banks*, editado por Annalisa Prizzon, Chris Humphrey, Inge Kaul, Kiyoshi Kodera, Alastair McKechnie y Andrew Rogerson: 30-33. Londres: Overseas Development Institute. <https://cdn.odi.org/media/documents/11908.pdf#page=30>.
- Prizzon, Annalisa, Michael Josten y Hayk Gyuzalyan. 2022. *Country Perspectives on Multilateral Development Banks: A Survey Analysis*. Informe de ODI. Londres: Overseas Development Institute. <https://odi.org/en/publications/country-perspectives-on-multilateral-development-banks-a-survey-analysis/>.
- Qureshi, Irfan y Zara Liaqat. 2020. "The Long-Term Consequences of External Debt: Revisiting the Evidence and Inspecting the Mechanism Using Panel VARs." *Journal of Macroeconomics* 63 (marzo): 103184. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2019.103184>.
- Ravallion, Martin. 2016. "The World Bank: Why It Is Still Needed and Why It Still Disappoints". *Journal of Economic Perspectives* 30 (1): 77-94. <https://doi.org/10.1257/jep.30.1.77>.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff. 2008. "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 13882. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://www.nber.org/papers/w13882>.
- . 2010. "Growth in a Time of Debt". *American Economic Review* 100 (2): 573-78. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.573>.
- . 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis". *American Economic Review* 101 (5): 1676-706. <https://doi.org/10.1257/aer.101.5.1676>.
- Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff y Miguel Savastano. 2003. "Debt Intolerance". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 9908. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://doi.org/10.3386/w9908>.
- Reinhart, Carmen M. y M. Belen Sbrancia. 2015. "The Liquidation of Government Debt". *Economic Policy* 30 (82): 291-333. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiv003>.
- Ricketts, Lowell. 2011. "Quantitative Easing Explained". *Liber8*, Economic Information Newsletter, abril. <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/pageone-economics/uploads/newsletter/2011/201104.pdf>.
- Rivetti, Diego. 2021. *Debt Transparency in Developing Economies*. Washington, DC: Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36505>.

- Rodrik, Dani. 2008. "The Real Exchange Rate and Economic Growth". *Brookings Papers on Economic Activity* 39 (2, otoño): 365-439.
- Roubini, Nouriel y Xavier Sala-i-Martin. 1992. "Financial Repression and Economic Growth". *Journal of Development Economics* 39 (1): 5-30. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(92\)90055-E](https://doi.org/10.1016/0304-3878(92)90055-E).
- Sachs, Jeffrey, Christian Kroll, Guillaume Lafortune, Grayson Fuller y Finn Woelm. 2021. *The Decade of Action for the Sustainable Development Goals*. Informe de Desarrollo Sostenible 2021. Cambridge: Cambridge University Press.
- Sargent, Thomas J. y Neil Wallace. 1984. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic". En *Monetarism in the United Kingdom*, editado por Brian Griffiths y Geoffrey E. Wood: 15-41. Londres: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-1-349-06284-3_2.
- Schlegl, Matthias, Christoph Trebesch y Mark L. J. Wright. 2019. "The Seniority Structure of Sovereign Debt". Documento de trabajo del NBER (por sus siglas en inglés) n.º 25793. Cambridge, MA: Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). <https://doi.org/10.3386/w25793>.
- Schmid, Juan Pedro. 2016. "Addressing Debt Overhang: Experiences from Two Debt Operations in Jamaica". Resumen de política del BID n.º 259, Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/en/publication/12627/addressing-debt-overhang-experiences-two-debt-operations-jamaica>.
- Schumacher, Julian, Christoph Trebesch y Henrik Enderlein. 2021. "Sovereign Defaults in Court". *Journal of International Economics* 131 (julio): 103388. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2020.103388>.
- Seo, Myung Hwan y Yongcheol Shin. 2016. "Dynamic Panels with Threshold Effect and Endogeneity". *Journal of Econometrics* 195 (2): 169-86. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2016.03.005>.
- Setser, Brad. 2010. "12 The Political Economy of the SDRM". En *Overcoming Developing Country Debt Crises*, editado por Barry Herman, José Antonio Ocampo y Shari Spiegel: 317-46. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199578788.003.0012>.
- Sheikh, Pervaze A. 2018. "Debt-for-Nature Initiatives and the Tropical Forest Conservation Act (TFCA): Status and Implementation". Washington, DC: Congressional Research Service. <https://sgp.fas.org/crs/misc/RL31286.pdf>.
- Shetty, Sudhir. 2020. "Accelerating Progress of Low-Income Countries towards the SDGs: Balancing Realism and Ambition in a Post-COVID-19 World". Documento de políticas del CGD (por sus siglas en inglés) n.º 194. Washington, DC.: Centro para el Desarrollo Global (CGD).

<https://www.cgdev.org/publication/accelerating-progress-low-income-countries-towards-sdgs-balancing-realism-and-ambition>.

- Silva, Anderson Caputo, Bryan O'Reilly Gurhy, Ana Fiorella Carvajal, Cindy Elizabeth Paladines, Thordur Jonasson, Charles Cohen, Yen Nian Mooi, Kay Chung y Michael G. Papaioannou. 2020. "Staff Note for the G20 International Financial Architecture Working Group (IFAWG): Recent Developments on Local Currency Bond Markets in Emerging Economies". Washington, DC: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/129961580334830825/pdf/Staff-Note-for-the-G20-International-Financial-Architecture-Working-Group-IFAWG-Recent-Developments-On-Local-Currency-Bond-Markets-In-Emerging-Economies.pdf>.
- Simón, Cristina, Paula Castillo Martínez, Sofia Carbonell, Rosane Menezes, Ricardo Carrion, Gracy Zapata Oré, Jhoana Montalbán Rojas, Raúl Ortiz, Facundo Salinas, Francisco Cobo, Schafik Collazo y Cleyton Miranda Barros. 2021. "Financiamiento de Asociaciones Público-Privadas". Documento de discusión del BID n.º 898. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0003717>.
- Standard and Poor's Global Ratings. 2021. "Default, Transition, and Recovery: 2020, Annual Sovereign Default and Rating Transition Study". Standard and Poor's Global Ratings, Comments (blog), 12 de abril. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210412-default-transition-and-recovery-2020-annual-sovereign-default-and-rating-transition-study-11888070>.
- Standard and Poor's Global Ratings. 2019. "What Our New Criteria Has Meant for Multilateral Lending Institutions". Comments (blog), 12 de abril. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/190412-what-our-new-criteria-has-meant-for-multilateral-lending-institutions-10944829>.
- Stefani, Maria Lucia y Valerio Paolo Vacca. 2013. "Credit Access for Female Firms: Evidence from a Survey on European SMEs". Documento occasional Questioni di Economia e Finanza n.º 176. Roma: Banco de Italia. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2013-0176/QEF_176.pdf?language_id=1.
- Sturzenegger, Federico y Jeromin Zettelmeyer. 2008. "Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005". *Journal of International Money and Finance* 27 (5): 780-805.
- Swamy, Vighneswara. 2020. "Debt and Growth: Decomposing the Cause and Effect Relationship". *International Journal of Finance & Economics* 25 (2): 141-56. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1729>.
- Tavares, Tiago. 2015. "The Role of International Reserves in Sovereign Debt Restructuring under Fiscal Adjustment". Documento del MPRA

- n.º 87441. Munich: Biblioteca Universitaria de Munich. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/87441/>.
- The Nature Conservancy. 2022. *Case Study: Belize Debt Conversion for Marine Conservation*. Arlington, VA: The Nature Conservancy. <https://www.nature.org/content/dam/tnc/nature/en/documents/TNC-Belize-Debt-Conversion-Case-Study.pdf>.
- Thinking Ahead Institute. 2021. *Global Top 300 Pension Funds: A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments Joint Study*. Londres: Thinking Ahead Institute en Willis Towers Watson. <https://www.thinkingaheadinstitute.org/content/uploads/2021/09/PI-300-2021.pdf>.
- Tirole, Jean. 2015. "Country Solidarity in Sovereign Crises". *American Economic Review* 105 (8): 2333–63. <https://doi.org/10.1257/aer.20121248>.
- Topuz, Seher Gülşah y Taner Sekmen. 2019. "Is There a Threshold Effect of Public Debt on Economic Growth?". En *Global Challenges in Public Finance and International Relations*, editado por Deniz Sahin Duran, Yusuf Temür y Doğan Bozdoğan: 49–64. Hershey, PA: IGI Global.
- Truman, Edwin M. 2021. "Sovereign Debt Relief in the Global Pandemic: Lessons from the 1980s". En *Building Back a Better Global Financial Safety Net*, editado por Kevin P. Gallagher y Haihong Gao. Boston, MA: Centro de Políticas de Desarrollo Global, Universidad de Boston.
- Turner, Philip. 2014. "The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risks and Policy Choices in EMEs". Documento de trabajo del BIS (por sus siglas en inglés) n.º 441, Banco de Pagos Internacionales (BIS). <https://www.bis.org/publ/work441.htm>.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo). 2014. *World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan*. Nueva York y Ginebra: Naciones Unidas.
- . 2020. *World Investment Report 2020: International Production beyond the Pandemic*. Nueva York y Ginebra: Naciones Unidas.
- Universidad de Cambridge. 2021. *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge: Judge Business School, Universidad de Cambridge. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.
- Valencia, Oscar M., Leandro Andrián, Adrián Garlati, Diego Parra y Gustavo Sánchez. De próxima publicación a. "Behind the Spikes of Public Debt in Latin America and the Caribbean". Nota técnica del BID. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- . De próxima publicación b. "Is There a Debt Overhang in Latin America and the Caribbean?". Nota técnica del BID. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.

- Valencia, Oscar M., Matilde Angarita y Matheo Arellano. 2022. "Fiscal Adjustment towards the Post-Pandemic in LAC". Documento de trabajo del BID. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Valencia, Oscar M., Juan Camilo Díaz y Diego Parra. 2022. "Assessing Macro-Fiscal Risk for Latin American and Caribbean Countries". Documento de trabajo del BID n.º 1346, Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/english/document/Assessing-Macro-Fiscal-Risk-for-Latin-American-and-Caribbean-Countries.pdf>.
- Valencia, Oscar M., José E. Gómez-González y Gustavo A. Sánchez. 2022. "Debt Affordability in Developed and Emerging Market Economies: The Role of Fiscal Rules". Documento de trabajo del BID n.º 1344, Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0004267>.
- Velandia, Antonio y Leandro Secunho. 2020. "How to Attract Non-Resident Investors to Local Currency Bonds: The Cases of Ukraine, Panama, Colombia y Brazil". *Macroeconomics Trade and Investment: Equitable Growth, Finance & Institutions Insight*. Washington, DC: Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35664/How-to-Attract-Non-Resident-Investors-to-Local-Currency-Bonds-the-Cases-of-Ukraine-Panama-Colombia-and-Brazil.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- Walsh, Carl E. 2017. *Monetary Theory and Policy*. Cuarta edición. Cambridge, MA: MIT Press.
- Weber, Anke. 2012. *Stock-Flow Adjustments and Fiscal Transparency: A Cross-Country Comparison*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Weber, Anke, Jens Ulbrich y Karsten Wendorff. 2011. "Safeguarding Financial Market Stability, Strengthening Investor Responsibility, Protecting Taxpayers: A Proposal to Reinforce the European Stability Mechanism through Supplementary Bond Issuance Terms". *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 3 de marzo.
- Willems, Tom y Jeromin Zettelmeyer. 2022. "Sovereign Debt Sustainability and Central Bank Credibility". Documento de trabajo del FMI n.º 22/16, Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/01/28/Sovereign-Debt-Sustainability-and-Central-Bank-Credibility-512335>.
- Williamson, John. 2005. "The Washington Consensus as Policy Prescription for Development". En *Development Challenges in the 1990s: Leading Policymakers Speak from Experience*, editado por Timothy Besley, Roberto Zaghera y el Banco Mundial. Washington, DC: Banco Mundial; Nueva York: Oxford University Press.

- Winkler, Max. 1999. *Foreign Bonds: An Autopsy*. Washington, DC: Beard Books.
- Woo, Jaejoon y Manmohan S. Kumar. 2015. "Public Debt and Growth". *Economica* 82 (328): 705-39. <https://doi.org/10.1111/ecca.12138>.
- Ying, Cui. 2019. "BRI Cooperation: Functions and Selected Projects of Multilateral Development Banks". Green BRI Center (blog), 10 de mayo. <https://green-bri.org/bri-cooperation-functions-and-selected-projects-of-multilateral-development-banks/>.
- Yue, Vivian Z. 2010. "Sovereign Default and Debt Renegotiation". *Journal of International Economics* 80 (2): 176-87. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2009.11.004>.
- Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch y Mitu Gulati. 2013. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy". *Economic Policy* 28 (75): 513-63. <https://doi.org/10.1111/1468-0327.12014>.

Índice

- ajuste *stock-flow* (SFA), 92-94
- Alemania, 175
- Alianza del Pacífico, 63
- amortizaciones
 - BMD y, 159, 348
 - gestión de la deuda y, 164-66, 176
 - gestión del balance y, 37
 - liquidez y, 26
 - MTDS y, 142
- análisis de la descomposición
 - picos de la deuda, 92
 - reducción de la deuda, 219
 - uso de, 96
- Argentina
 - acreedores externos netos, 6, 11n
 - CAC y, 256-57, 271-72
 - crisis financiera de 2001, 79, 92n, 253, 266-70
 - crisis mexicana y, 78
 - deuda
 - hogares, 85-86, 88
 - litigios, 260
 - picos, 95-96
 - reducción de la, 229
 - reestructuración, 78, 270-71, 278
 - subnacional, 95
 - FMI y, 78
 - intolerancia a la austeridad, 226
 - mercados de bonos y, 45, 52, 54, 171-72
 - pasivos externos, 22
- Armonización de los Mercados de Deuda Pública, 52, 72
- asequibilidad, 106, 131-32, 307
- asignación de recursos, 173, 188, 192, 203, 233, 250, 348
- Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN), 62-63
- auge de las materias primas, 79, 117, 122, 138
- Bahamas, 7n
- bancarrota
 - Véase quiebra
- Banco de Pagos Internacionales (BIS), 60, 67, 260
- Banco del Conocimiento, 182n
 - Véase también Banco Mundial
- Banco Mundial
 - calificación, 188n
 - como “Banco del Conocimiento” 182n
 - contraciclicidad y, 190
 - Corporación Financiera Internacional y, 338
 - gestión de la deuda y, 167
 - marco de la estrategia de la deuda a mediano plazo, 141-42
 - mercados de bonos y, 51
 - Plan Baker y, 260
 - préstamos bilaterales y, 194, 196
 - préstamos con garantía soberana y, 186-87
 - préstamos oficiales y, 177, 185
- bancos centrales
 - Colombia, 79n
 - credibilidad, 230-31, 236
 - crisis de la COVID-19 y, 341-42
 - expansión cuantitativa y, 80
 - independencia de, 240-41, 246

- liberalización del mercado y, 77
- México, 77n
- OGD y, 167
- Plan Baker y, 260
- préstamos bilaterales y, 196
- reducción de la deuda y, 230-31, 236, 239, 345
- tasas de interés y, 220
- tratamiento de la deuda, 144-46
- bancos multilaterales de desarrollo (BMD)
 - como proveedores de financiamiento para el desarrollo, 186-89
 - contraciclicidad y, 189-91
 - movilización de recursos, 191-93
 - trato de acreedor preferente, 183-85
 - ventajas de, 177, 186
- Barbados, 6n, 44, 86, 172, 273-75, 295
- Belice, 273-75
- bonos CAT (catástrofe), 172
- bonos temáticos, 171, 173-75, 176
- bonos verdes, sociales y sostenibles (GSS), 72, 173
 - Véase también* cambio climático
- Brasil
 - amortizaciones, 165
 - bonos de infraestructura, 56-57, 64, 72
 - Club de Londres y, 259
 - Club de París y, 249
 - crisis financiera global y, 80-81
 - crisis mexicana y, 78
 - deuda
 - desaceleración, 19n
 - gestión, 159-63
 - litigios, 260
 - picos, 92, 97-100
 - reducción, 223-226, 346
 - sostenibilidad, 116
 - deuda bilateral, 198
 - deuda subnacional, 94-95
 - gestión de la deuda pública, 160-63
- inversiones de cartera, 22
- mercado de bonos y, 45, 51-52, 57, 60-63, 70-71
 - Véase también* Secretaría del Tesoro Nacional
- Buchheit, Lee C., 248, 263-64, 271
- cambio climático, 186, 198, 201, 271, 273-75, 307
 - Véase también* bonos verdes, sociales y sostenibles (GSS)
- canje de la deuda por medidas de protección ambiental, 260, 263, 265-66, 273
 - Véase también* Nature Conservancy
- Citibank, 67
- cláusula *pari passu*, 261, 265-66, 268-69, 271, 278
 - Véase también* Argentina
- cláusulas de acción colectiva (CAC), 257, 263-73, 280-81, 349
- clima, deuda y, 171, 266-67, 273-75, 279, 349
- Club de Londres, 259-60, 280
- Club de París
 - COVID y, 271
 - FMI y, 264
 - origen, 249n
 - PCT y, 183
 - reestructuración de la deuda y, 250, 277, 279-81, 349
 - rol en la década de 1980, 259-63
 - rol en la década de 1990, 263-65
- CoCos (bonos convertibles contingentes), 172-73
 - Véase también* mercados de bonos
- colateralización, 57
- Colombia
 - bonos CAT, 172
 - bonos de infraestructura, 57
 - bonos GSS, 72
 - crédito y, 284
 - crisis financiera global y, 79-80
 - deuda

- gestión, 142
- hogares, 86
- reducción, 223, 346
- sostenibilidad, 116
- subnacional, 94-95
- exportaciones, 302
- fondos cotizados en bolsa (ETF), 63
- inflación y, 80
- intolerancia a la austeridad, 226
- Línea de Crédito Flexible y, 159n
- mercado de créditos hipotecarios, 79n
- mercados de bonos y, 45, 54, 174-75
- SFA y, 96
- comercialización de la deuda, 249
- comités consultivos de bancos, 260
- condición no Ponzi, 113-14
- Consenso de Washington, 77
- contraciclicidad
 - Véase prociclicidad
- Costa Rica, 44, 116, 171, 229, 261, 299
- creación de conocimiento, 182-83
- crecimiento, deuda y
 - calidad institucional y, 209-11
 - picos de la deuda, 207-8, 211-15
 - umbrales, 208-11
- Crédito
 - acceso a, 283-85
 - acreedores externos netos, 6
 - agencias de calificación, 248
 - América Latina y, 286-87
 - Argentina, 266-70
 - CAC y, 273
 - Club de París y, 277
 - comités consultivos de bancos y, 260
 - crédito comercial, 83n
 - crisis de la COVID-19 y, 85, 162, 305
 - deuda contingente y, 171-73
 - deuda corporativa y, 323
 - deuda pública y, 108
 - FMI y, 276-77
 - género y, 292-94
 - gestión de la deuda y, 138
 - Irak, 271
 - liquidez y, 350-51
 - mercados de bonos y, 42, 57, 62, 77
 - pequeñas y medianas empresas (pymes) y, 284-85, 350
 - Plan Brady y, 262
 - preocupación climática y, 273-75
 - recomendaciones de políticas para, 310-14, 338-40, 351-52
 - reestructuración de la deuda y, 248-54, 265-66, 280-81, 349
 - reservas y, 29, 38
 - riesgo soberano y, 213-14
 - sector privado y, 277-78, 285, 349-50
 - tasas de interés y, 204
 - Véanse también* Línea de Crédito Flexible; crédito oficial
- crédito oficial
 - bancos multilaterales de desarrollo
 - como proveedores de financiamiento para el desarrollo, 186-89
 - contraciclicidad y, 189-91
 - movilización de recursos, 191-93
 - trato de acreedor preferente, 183-85
 - préstamos bilaterales, 194-200
 - resumen, 177-78
 - tendencias de los préstamos, 178-80
 - Véase también* crédito
- criptomonedas, 70
- crisis de la COVID-19
 - Argentina y, 266
 - mercados de bonos y, 49-52, 56
 - Brasil y, 159, 162, 164
 - CAC y, 271-72
 - flujos de capital y, 20n
 - inversión corporativa y, 327-28.
 - crédito y, 4, 286, 294-301
 - deuda y, 73-75, 81-85, 101, 123, 127, 348
 - aumento de, 115

- corporativa, 82-85, 301-5
- gestión, 158, 164, 184
- hogares, 85-88, 350
- pública, 135, 219
- renegociaciones, 253
- sector privado, 180, 283-84
- sobreendeudamiento, 283-84
- inversionistas extranjeros y, 67-68
- tasas de interés y, 118
- BMD y, 184, 188-93
- economías dependientes del turismo y, 125n
- estabilizadores fiscales y, 109-10
- indicador de limitación financiera y, 300-1
- resiliencia exportadora durante la pandemia, 301-5
- financiamiento de la infraestructura durante, 305-10
- posiciones externas y, 9, 16-20, 34-35
- crisis del Tequila
 - Véase crisis mexicana
- crisis financiera
 - 1997, 79
 - 2007-2008, 75, 101
 - 2008-2009, 14-16, 23, 33
 - Argentina y, 267
 - ponderar el riesgo, 5
 - auge de los precios de las materias primas y, 221
 - apalancamiento de las empresas y, 315, 319, 328
 - deuda y
 - gestión, 154, 176
 - olas, 75-82
 - reducción, 221-246
 - sobreendeudamiento, 333
 - posiciones externas y, 34
 - tasas de interés y, 64
 - BMD y, 188, 190
 - sostenibilidad fiscal y, 108-10
- crisis financiera global, 14-16, 23, 33, 34, 68, 75, 80-82, 101
- Véase también crisis financiera
- crisis mexicana, 75, 78, 101, 151, 263-66
- Véase también* México
- Chile
 - austeridad y, 226
 - crédito y, 286
 - deuda y, 86, 116, 229
 - estados financieros y, 149n
 - inflación y, 80
 - inversión externa y, 22
 - mercado de préstamos, 293
 - mercados de bonos y, 44-45, 52, 54, 57, 67, 72, 174
 - SFA y, 96
- China
 - ASEAN y, 63
 - auge de las materias primas y, 79, 122
 - Club de París y, 249
 - crisis financiera de 2007-08 y, 80-81
 - desaceleración económica, 342
 - Ecuador y, 272-73
 - préstamos al mundo en desarrollo, 196, 198-99
- depreciación
 - gestión de la deuda y, 175
 - inflación y, 153
 - inversiones internacionales y, 67-69
 - moneda, 2, 65, 67, 79, 81, 124, 150
 - tipo de cambio, 58, 92, 94, 101
 - Uruguay y, 65-67
- derechos especiales de giro (DEG), 250, 348
- Desigualdad de Jensen, 322
- deuda bilateral, 179-80, 195, 197-98, 264, 273n
- deuda contingente, 147, 171-73, 262, 279, 281
- deuda corporativa
 - crédito y, 319-20
 - crisis de la COVID-19 y, 82-85, 301-5
 - efecto en la inversión, 1
 - liquidez, 102, 341-42, 350-51
 - sobreendeudamiento y, 315, 318-23, 339-40

- tasas de interés y, 102
- deuda de los hogares
 - aumento de, 2, 74, 85-88, 350
 - como porcentaje del PIB, 86n
 - crisis de la COVID-19 y, 75, 86
 - ratio de deuda de los hogares/ingresos, 88
- deuda privada
 - acceso al crédito, 286-88, 294-300
 - crédito interno, 285-86
 - crisis de la COVID-19 y, 294-310
 - acceso al crédito durante, 294-300
 - deuda de las empresas y la resiliencia exportadora, 301-5
 - financiamiento de la infraestructura, 305-310
 - indicador de limitación financiera, 300-1
 - discriminación de género en los préstamos, 292-94
 - pequeñas y medianas empresas y, 289-92
 - recomendaciones de política, 310-314
 - resumen, 283-85
- deuda pública, reducción
 - altibajos de, 241-42
 - cambios en el ratio deuda/PIB, 231-32
 - costos sociales de, 242-45
 - episodios y correlatos, 222, 227-30
 - rachas de reducción de la deuda, 221-30
 - reducciones de la deuda suaves y bruscas, 230-31
 - resumen, 219-20
- deuda soberana, gestión
 - bonos temáticos, 173-75
 - Brasil y, 160-63
 - composición óptima de la deuda, 139-43
 - creciente rol de, 175-76
 - deuda contingente, 171-73
 - deuda de organismos públicos, 144-46
 - enfoque de balance y, 148-50
 - evolución de la composición de la deuda, 151-59, 164
 - oficina de gestión de la deuda, 167-171, 175-76
 - pasivos no financiados y contingentes, 146-48
 - resumen, 137-39
 - servicio de la deuda y amortización, 164-66
- deuda soberana, reestructuración de
 - América Latina y el Caribe
 - década de 1980, 259-63
 - década de 1990, 263-66
 - Argentina, 266-71
 - bancos a bonos, 251-52
 - BMD y, 276-77
 - CAC de nueva generación y, 271-72
 - cambio climático y, 273-75
 - Club de París y, 277
 - costos y retrasos, 252-53
 - COVID y, 271
 - Ecuador, 272-73
 - FMI y, 275-76
 - Grecia y Europa, 270
 - instituciones privadas y, 277-78
 - Irak y, 271
 - limitaciones, 284, 286
 - problemas de coordinación, 253-58
 - resumen, 247-51
- deuda subnacional
 - descenso de 94-95
 - pasivos no financiados y, 146-47
 - picos de la deuda y, 92
 - regulación y, 103
 - tratamiento de, 146
- deuda, aumento de
 - aprendiendo del pasado, 100-3
 - deuda corporativa, 82-85
 - deuda de los hogares, 85-88

- deuda pública, 89–92
- deuda soberana
 - primera ola (1989–1995), 75–78
 - segunda ola (1997–2008), 78–80
 - tercera ola (2008–presente), 80–82
- picos de la deuda
 - descomposición, 92–97
 - determinantes, 97–100
- resumen, 73–74
- dinero en sentido amplio, 46
- discriminación, 284, 292–94
 - Véanse también* empresas dirigidas por mujeres; género
- diversificación
 - capital en el exterior y, 38
 - de activos externos, 11
 - de exportación, 302
 - economías diversificadas, 112, 117, 121, 125–26, 128
 - ETF y, 63
 - mercados de bonos y, 42, 51, 72
 - riesgo y, 11–12, 25, 111, 314
- desdolarización, 64–66, 138, 151
- economías dependientes del turismo, 111–12, 117, 121, 125–26, 128
- Ecuador
 - CAC y, 271–72
 - crisis financiera de 2007–2008, 79
 - China y, 272–73
 - deuda y
 - bilateral, 197
 - hogares, 86
 - reducción, 229
 - reestructuración, 80, 249n, 250, 253, 264, 278
 - intolerancia a la austeridad, 226
 - pasivos externos, 22
 - SFA y, 96
- El Salvador, 159n, 294, 299, 301
- Elliott Associates, 265
 - Véase también* litigios
- emisión doble, 174
- empresas de propiedad estatal, 96, 103, 146–47, 149–50
- empresas de tecnología financiera
 - Véase* empresas *Fintech*
- empresas dirigidas por mujeres, 3, 292–94, 305, 310, 350–51
 - Véase también* género
- empresas *fintech*, 284, 291–92, 311
- empresas públicas
 - Véase* empresas de propiedad estatal
- Encuesta de Desempeño de las Empresas y Género (IFPG), 295
- Estadísticas de la Deuda Internacional (IDS), 196
 - Véase también* Banco Mundial “estado de naturaleza”, 322
 - Véase también* sobreendeudamiento
- Estados Unidos
 - crisis financiera global de 2007–08 y, 80
 - China y, 81n
 - deuda, 84
 - hogares, 88
 - préstamos soberanos bilaterales, 196
 - Irak y, 271
 - mercado de valores respaldados por hipotecas, 70
 - Plan Brady y, 77, 263–64
 - subas de las tasas de interés, 318
- Euroclear, 66, 265
- expansión cuantitativa, 80
- fatiga fiscal, 113, 115–16, 122–23, 127
- financiamiento no público, 285, 306–7
- Fondo Monetario Internacional (FMI)
 - acreedores oficiales, 177, 180
 - amortización y, 165
 - Argentina y, 78, 266–67
 - Barbados y, 273
 - BMD y, 183–84, 201, 277
 - Club de París y, 277
 - contraciclicidad y, 190
 - DEG, 348

- deuda contingente y, 172
- Ecuador y, 272
- emergencia en la década de 1980, 259-60, 262
- Gestión de la Deuda Pública, 167
- intervención, 77-79
- Línea de Crédito Flexible, 28, 38, 159
- Marco Común y, 281
- marco de MTDS, 141
- Marco de Sostenibilidad de la Deuda y del Riesgo Soberano (SRDSF), 276
- Mecanismo de Financiamiento Rápido, 159
- mecanismo de reestructuración de la deuda soberana, 264n
- mercados de bonos y, 51, 70, 280
- picos de la deuda y, 100
- política “préstamos a países con atrasos”, 262, 264
- reducción de la deuda y, 241, 243, 245, 250n
- sistemas de alerta temprana (SAT) y, 125
- solvencia y, 108n
- sostenibilidad de la deuda y, 106
- fondos cotizados en bolsa (ETF), 63
- función de reacción fiscal (FRF), 113-15
- garantías
 - Véase colateralización
- garantías, crédito y, 311
- gestión de la deuda pública, 160-63
- Government Bond Index-Emerging Markets* (GBI-EM), de J.P. Morgan, 66
- Guatemala, 80, 294, 299, 301
- Guyana, 88, 197n, 229
- Honduras, 116, 229, 294, 299, 301
- impuestos
 - Véase ingresos
- indicador de riesgo de la posición externa (BSRI), 27, 32-4
 - Véase también posiciones externas
- inflación
 - ajuste *stock-flow* y, 94
 - auge de las materias primas y, 79-80
 - austeridad y, 226
 - Brasil y, 160-62
 - crisis fiscal y, 125
 - deuda y, 48, 73, 93-4, 116, 119, 160-62, 203-4, 207, 342, 347, 352
 - reducción, 219-26, 230-31, 233, 235-37, 239-46, 346
 - reestructuración, 247-48
 - hiperinflación, 76
 - mercados de bonos y, 51, 70
 - metas de, 151, 153
 - Plan Brady y, 78
 - política fiscal después de la pandemia y, 110-12
 - tipos de cambio y, 64
 - Uruguay y, 66
- infraestructura
 - BMD y, 192-93, 200
 - Brasil y, 54, 56-57, 64, 72
 - de sistemas financieros, 95, 268
 - deuda pública y, 203, 213
 - Ecuador y, 272
 - financiamiento para,
 - durante y después de la pandemia, 305-10
 - público-privada, 313-14
 - iniciativas multinacionales y, 62-63
 - inversión en, 42, 54
 - mercados de bonos y, 42, 51, 54, 173
- ingresos
 - asequibilidad y, 131-32
 - balance y, 149
 - bonos de infraestructura y, 56-57
 - Brasil, 56-57, 72, 160
 - COVID y, 342
 - crédito y, 286
 - deuda corporativa y, 101
 - deuda y, 75, 101, 244, 341, 344, 346

- gestión del riesgo y, 142
- incentivos, 320, 347
- sostenibilidad fiscal y, 110, 133-35
- Uruguay, 65
- Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI), 184, 250n, 348
- Iniciativa para los mercados asiáticos de bonos, 62-63
- iniciativas multinacionales, 42, 62-63
- insolvencia
 - Véase solvencia/insolvencia
- instrumentos de emergencia, 159
- integración financiera
 - aumento de, 12-14, 16
 - gestión de la deuda y, 37, 176
 - impacto de, 10n
- intolerancia a la austeridad, 226-27, 245
- inversión extranjera, 11, 20-23, 28, 34
 - Brasil y, 160-63
 - género
 - BMD y, 186, 201
 - discriminación en los préstamos y, 292-94
 - Véase también empresas dirigidas por mujeres
 - gestión de la deuda y, 160
- liquidez y, 26, 42
- mercados de bonos y, 56-57, 71
- mercados nacionales de deuda y, 64, 65, 67
- riesgo corporativo y, 20n
- riesgo y, 35-37, 155
- Jamaica
 - comités consultivos de bancos y, 260
 - deuda
 - bilateral, 197n
 - hogares, 87
 - reducción, 220-221, 224-29, 345-46
 - mercados de bonos y, 44
 - política fiscal, 245
- Japón, 62, 270
- Krugman, Paul, 204
- labor
 - costos laborales, 299
 - informalidad, 347
- Ley de Convertibilidad, 78n
- Línea de Crédito Flexible, 28, 38, 159
 - Véase también Fondo Monetario Internacional
- liquidez
 - Argentina y, 78
 - bancos y, 288
 - BIS y, 260
 - bonos CAT y, 172
 - Brasil y, 261
 - crisis de la COVID-19 y, 294-95, 302, 305
 - crisis, 38
 - deuda y, 75, 83n, 84-85, 118, 344
 - de las empresas, 102, 341-42, 350-52
 - gestión, 137-39, 144n, 145, 148, 154, 175
 - reestructuración, 249, 254
- escasez, 189
- gestión del balance y, 37-39
- inversión extranjera y, 42
- mercados de bonos y, 44, 51-52, 54, 56, 63-67, 172-75
- Plan Brady y, 177, 262-63
- reservas prestadas y, 29-32
- riesgo y, 26, 28-32
- SAT y, 125
- solvencia y, 107
- Uruguay y, 66-67
- volatilidad financiera y, 286-87
- litigios, 47, 66, 253-57, 261, 265-66, 269
- Marco Común para el Tratamiento de la Deuda, 184, 250, 279, 281, 349
- marco de la estrategia de la deuda a mediano plazo (MTDS), 141-42
- mecanismo de agregación de dos ramas, 269-70, 272
- Mecanismo de Financiamiento Rápido, 159

- Véase también* Fondo Monetario Internacional
- mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM), 266-67, 271
- Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), 63
- mercados de bonos
- Argentina y, 45, 52, 54, 171-72
 - Banco Mundial, 51
 - bonos CAT, 172
 - bonos de infraestructura, 57
 - bonos GSS, 72
 - Brasil y, 45, 52, 54, 72
 - Colombia y, 45, 54, 57, 63, 72, 172, 174-75
 - crédito y, 57, 62, 67
 - crisis de la COVID-19 y, 49-52, 56
 - crisis de la deuda de los años ochenta y, 251-52
 - Chile y, 44-45, 52, 54, 57, 67, 72, 174-75
 - estructura de la deuda y, 43
 - expansión del, 42-46
 - FMI y, 51, 70, 280
 - inflación y, 51, 70
 - iniciativas multinacionales y, 62-63
 - inversionistas extranjeros y, 65
 - Jamaica y, 44
 - liquidez y, 44, 51-52, 54, 57, 63-64, 66-67, 172-75
 - mejoras, 51-52
 - México y, 45, 52, 54, 57, 72, 172
 - motores del desarrollo, 60-64
 - Perú y, 45
 - Plan Brady y, 262, 280
 - políticas de distribución de los gastos y, 280
 - reformas y, 250
 - regulación y, 51-52, 62, 70
 - resumen, 41-42
 - sector privado y, 52-59
 - Uruguay y, 71
- Véase también* mercados de bonos nacionales
- Brasil, 56-57
 - construir mejores mercados de bonos, 51-52
 - COVID-19 y, 49-51
 - expansión de, 42-46
 - futuro de, 69-72
 - iniciativa para los mercados asiáticos de bonos, 62-63
 - inversionistas extranjeros y, 64-69
 - mejoras en la estructura de la deuda, 47-49
 - motores del desarrollo, 60-64
 - resumen, 41-42
 - sector privado y, 52-58
 - Uruguay, 65-67
- Véase también* mercados de bonos
- México
- amortización y, 165
 - CAC y, 267, 269
 - Club de Londres y, 259
 - crisis mexicana, 263-66
 - deuda, 75, 77-80, 116
 - bilateral, 197n
 - hogares, 88
 - SFA, 96
 - mercados de bonos y, 45, 52, 54
 - bonos CAT, 172
 - bonos de infraestructura, 57
 - bonos GSS, 72
 - Plan Brady y, 262
- moratoria de los préstamos, 183, 299, 317, 337, 351
- Naciones Unidas, 195n, 198, 271
- Nature Conservancy, 274
- Véase también* canje de la deuda por medidas de protección ambiental
- Nicaragua
- crédito y, 294
 - crisis de la COVID-19 y, 294, 299, 301
 - DSSI y, 250n
 - litigios de la deuda y, 261, 265
 - reducción de la deuda y, 229

- nota global de depositario (GDN), 67
- notas vinculadas al crédito (CLN), 67
- Nueva Zelanda, 149
- O'Neill, Paul, 267
- Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), 173, 189, 192
- oficina de gestión de la deuda (OGD) en América Latina y el Caribe, 167-71
 - creación de, 138
 - importancia de, 164
 - pasos para crear una OGD efectiva, 141-42
 - rol de, 175
 - tratamiento de pasivos, 146
- Opción Universal de Refinanciamiento de la Deuda con una Sanción (UDROP), 173
- organización no gubernamental (ONG), 266, 274
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), 149n, 200
- Países Pobres Muy Endeudados (PPME), 184, 229, 231n, 236n, 264
- Panamá, 86, 229, 286, 288, 294, 299
- Paraguay, 22, 86, 88, 116, 159n
- pasivos no financiados, 2, 146, 343
- pequeñas y medianas empresas (pymes)
 - acceso al crédito, 284, 305, 310
 - crédito bancario y, 289-92
 - crisis de la COVID-19 y, 315
 - deuda y, 296-97
 - género y, 295
- persuasión moral, 70, 262
- Perú
 - austeridad y, 226
 - bonos CAT y, 172
 - bonos GSS y, 72
 - comités consultivos de bancos y, 260
 - deuda
 - litigios, 265
 - prácticas de gestión, 149n
 - reducción, 226, 346
- inflación y, 80, 151
- inversión extranjera y, 22, 67
- mercados de bonos y, 44-45
- pesificación*, 267
- Véase también* Argentina
- picos de la deuda
 - Argentina y, 96
 - Brasil y, 92, 96
 - crecimiento y, 205-8, 211-15
 - crédito y, 95, 207
 - depreciación de la moneda y, 151
 - descomposición, 92-97
 - determinantes, 97-100
 - deuda pública y, 342-43
 - evitar, 103, 241n, 245
 - explicación, 89-90
 - FMI y, 100
 - metodología para analizar, 83n
 - olas de, 90-92
 - reconciliación *stock-flow* y, 235
 - sobreendeudamiento y, 208, 211-15
 - Uruguay y, 92
- Plan Baker, 259-60
- Plan Brady
 - crisis mexicana y, 76-78
 - deuda contingente y, 171
 - Ecuador y, 264
 - impacto de, 262-63
 - lanzamiento de, 76, 263
 - mercado de bonos y, 262, 280
 - reestructuración de la deuda y, 254
- política "préstamos a países con atrasos", 183, 262, 264
 - Véase también* Fondo Monetario Internacional
- posición de pasivos externos netos (NFL), 6n
- posiciones externas
 - cambios en la composición, 20-25
 - explicación, 5-12
 - gestión de, 35-39
 - impacto de la COVID en, 16-20

- integración financiera y, 12-14
- reservas internacionales y, 29-32
- riesgo y, 25-28, 32-35
- transformación de, 14-16
- precios del petróleo
 - bonos Brady y, 262
 - economía mundial, 81
 - Ecuador y, 79n, 272-73
 - inflación y, 75, 110
 - ratios de deuda y, 150
- préstamos bilaterales
 - Bolivia, 80, 88, 116, 159n, 229
 - determinantes de, 198
 - explicación, 194-98
 - préstamo azul/bono azul, 274
 - préstamos BMD versus, 199-200
- préstamos con garantía soberana, 186
- prociclicidad
 - financiamiento procíclico, 3, 343
 - impuestos y, 149n
 - políticas fiscales contracíclicas, 73, 80, 82, 105, 133
 - acreedores y, 177, 183
 - deuda pública y, 342
 - momento oportuno y, 189-91
 - préstamos y, 199-202
 - reducción de la deuda y, 220
 - sobreendeudamiento y, 204
 - tasas de inversión y, 327
- programa de estabilización del real, 78
 - Véase también* Brasil
- quiebra
 - Argentina y, 267
 - basada en tratados, 263
 - crisis de la COVID-19 y, 52, 315, 339
 - deuda subnacional y, 95
 - reestructuración de la deuda y, 248
 - sobreendeudamiento de las empresas y, 320-21
- quiebra basada en tratados, 263
 - Véase también* quiebra
- ratio deuda/PIB
 - crecimiento y, 79, 205, 210
 - crisis financiera global y, 82, 83
 - déficits y, 76
 - deuda de los hogares y, 86-88
 - estructura de la deuda y, 48n
 - inflación y, 246
 - MTDS y, 142
 - pasivos contingentes y, 147
 - picos de la deuda y, 90, 92, 95
 - reducción de la deuda y, 221-22, 223, 231-32, 240, 346
 - renegociación de la deuda y, 120
 - sostenibilidad y, 113-14
- reconciliación *stock-flow*, 94, 219, 232-33, 235, 236, 241
- recorte cero, 254
- recortes, 184, 251, 254-55, 257
- reformas
 - BMD y, 276-77
 - CAC y, 269-271
 - Club de París y, 263-64
 - Consenso de Washington, 77
 - enfoque de balance y, 150
 - FMI y, 100
 - garantías y, 311
 - mercados de bonos y, 252
 - mercados financieros y, 41, 343, 348
 - reformas fiscales, 160, 162
- reglamentación
 - Véase* regulación
- regulación
 - aumento de la deuda y, 80, 103
 - bancos centrales y, 145
 - bancos privados y, 310
 - BMD y, 314
 - Brasil, 56, 160
 - comités consultivos de bancos y, 260
 - crédito y, 278, 280, 286, 299, 311
 - flexibilidad de, 299, 337, 351
 - iniciativa para los mercados asiáticos de bonos, 62-63
 - mercados de bonos y, 51-52, 62, 70
 - Plan Brady y, 262
 - Uruguay, 66-67
- regulaciones de Basilea III, 56, 80

- Reino Unido
 crisis financiera global de 2007-08 y, 80
 Irak y, 271
 renegociación de la deuda, 38, 114, 116, 120, 253, 279, 308, 349
 represión financiera, 44, 51, 70, 231, 240n
 República de Corea, 62-63, 79
 República Dominicana, 299
 rescates, 78n, 79n, 82, 92, 94-96, 263, 267
 reservas
 Véase reservas internacionales
 reservas internacionales
 activos externos y, 10
 aumento de, 23-24
 diversificación y, 11
 estabilización y, 9
 gestión de la deuda y, 175
 liquidez y, 175
 picos de la deuda y, 100
 posiciones externas y, 18, 21, 22
 riesgo y, 25, 27-33, 36
 valor de seguro de, 29-32
 reservas internacionales
 estados de impago y, 29
 riesgo de liquidez y, 30-32
 Resiliencia y Sostenibilidad (RST), 250n
 restricción presupuestaria
 intertemporal (IGBC), 113-15
 riesgo
 asequibilidad y, 131-33
 balance y, 16, 19, 20-21, 35-39, 102, 148
 bancos centrales y, 145
 BMD y, 183-84, 188, 190-93, 201
 CAC y, 257
 desastres naturales y, 274, 314
 deuda y, 82, 84, 94-95, 124, 204
 composición, 151-55
 gestión, 137-43, 160, 167-68, 170-73, 175-76
 impacto en las inversiones, 328-33
 picos de la, 207-08, 212-13
 sostenibilidad y, 133-35, 344-45
 diversificación y, 11
 equilibrio de la política fiscal y, 110-18
 FMI y, 276
 infraestructura y, 314
 ingresos y, 142
 instituciones bilaterales y, 199-200
 inversión extranjera y, 64-69
 liquidez y, 107-8, 147
 mercados de bonos y, 51-52, 57, 172
 PCT y, 183-84
 pequeñas y medianas empresas y, 289-92
 políticas públicas y, 253, 337
 reducción, 25-35, 127
 refinanciamiento, 164
 reservas internacionales y, 29-32
 SAT y, 125-26
 sobreendeudamiento de las empresas y, 319-22
 solvencia y, 25-26, 95
 tasas de interés y, 76n
 tipo de cambio y, 160
 transparencia y, 246
 Rusia
 Club de París y, 249n
 deuda bilateral, 198
 impago de 1998, 79
 invasión de Ucrania, 4-5, 101, 110, 162, 164, 203, 247, 318, 340, 342
 SDRM basado en tratados, 267
 Secretaría del Tesoro Nacional (STN, Brasil), 160-63
 Véase también Brasil
 sistemas de alerta temprana (SAT), 125-27
 sistemas de prestaciones, 109
 sobreendeudamiento
 calidad institucional y, 209-11
 crecimiento y, 205-8, 211-15
 deuda corporativa y, 315, 318-22, 339-40

- deuda privada y, 283
- deuda pública y, 204, 215-17, 345
- deuda subnacional y, 94
- estimación de umbrales, 208-9
- picos de la deuda y, 207-8, 211-15
- quiebras y, 320-21
- recuperación económica y, 335-37
- riesgo y, 331-33
- teoría de, 322
- solvencia/insolvencia
 - balance y, 150
 - explicación, 106
 - liquidez y, 26, 30-32, 147
 - mercados de bonos y, 52
 - quiebra y, 339
 - riesgo y, 25-26, 95
 - sobreendeudamiento de las empresas y, 320
 - sostenibilidad de la deuda y, 106-8, 344
- sostenibilidad de la deuda
 - asequibilidad y niveles de la deuda, 131-33
 - definición, 106-8
 - desafíos de la sostenibilidad fiscal, 108-10
 - después de la pandemia de la COVID, 110-12
 - fatiga fiscal y, 122-23
 - funciones de reacción fiscal, 113-14
 - impacto en las tasas de interés y el crecimiento, 118-23
 - lecciones del pasado, 112-18
 - niveles de deuda prudentes versus niveles de deuda sostenibles, 123-25
 - política fiscal y, 127-28
 - restauración y mantenimiento de, 133-35
 - sistemas de alerta temprana y, 125-27
- Suriname, 229-30, 243, 253, 286, 295
- tasas de interés
 - asequibilidad y, 131-33
 - aumento global de, 5, 247, 342
 - BMD y, 187-88
 - Colombia y, 79n
 - crédito y, 177, 204, 286, 311
 - crisis de la COVID-19 y, 75, 83, 88, 110-11, 315
 - década de 1980 y, 259, 262
 - deuda y
 - composición de, 48, 138, 166
 - corporativas, 102
 - gestión de, 139, 142-43, 160, 162, 175-76, 347
 - hogares, 85-86, 349
 - impacto de la deuda y el crecimiento, 118-22
 - picos de, 95, 97
 - reducción, 220, 223-26, 231, 233, 235, 246, 345-46
 - reestructuración, 249
 - sostenibilidad, 107-8, 113-14, 124, 134, 204, 209, 344-45
 - disminuir los impactos en, 216
 - Ecuador y, 272
 - fija, 43, 48
 - inflación y, 235, 237
 - inversión extranjera y, 68
 - mercados de bonos y, 43, 48, 64
 - moneda y, 2
 - pasivos y, 147
 - Plan Brady y, 77
 - reservas internacionales y, 30
 - Uruguay y, 66
 - volatilidad de, 61
 - Véase también* crédito
- tasas de interés fijas, 43, 48
- teoría de la jerarquía financiera de las finanzas corporativas, 283
- tipo de cambio
 - crisis de la COVID-19 y, 19
 - depreciación, 75, 81, 92, 94, 101
 - desalineación, 26
 - desdolarización y, 65
 - deuda y, 48, 116, 153, 160, 164, 242
 - flexibilidad de, 80, 82
 - inversionistas extranjeros y, 64-67, 69

- mercados de bonos y, 41, 56, 58
- posiciones externas y, 6n, 150
- riesgo y, 140-41
- transparencia
 - cambio climático y, 275
 - confianza y, 280
 - gestión de la deuda y, 145, 154, 176, 216
 - instituciones privadas y, 278
 - mercados de bonos y, 51
 - moratorias de los préstamos y, 337
 - reducción de la deuda y, 246
 - reestructuración de la deuda y, 273
 - reglas fiscales y, 95, 102
 - STN y, 162
- trato de acreedor preferente (PCT), 177, 182-85, 201
- tributarios
 - Véase ingresos
- Trinidad y Tobago, 44, 226, 230, 346
- Ucrania, 4, 5, 101, 110, 162, 164, 203, 247, 318, 340, 342
- Uruguay
 - CAC y, 267, 269-70
 - deuda
 - picos, 92
 - reducción, 229, 243
 - FMI y, 79
 - inversión extranjera y, 65
 - mecanismo de agregación de dos ramas, 269-70
 - mercado de bonos, 71
 - Plan Brady y, 262-63
 - reducción de la dolarización, 65-67
 - SFA y, 96
- Venezuela
 - acreedores externos netos, 6
 - cláusula de recuperación del petróleo, 172
 - deuda bilateral, 198
 - inversión extranjera y, 11
 - Plan Brady y, 262
 - zona del euro, 13-14, 80, 269

La deuda ha aumentado en todo el mundo y América Latina y el Caribe no es la excepción. La deuda total ha crecido hasta alcanzar unos US\$5,8 billones o el 117% del producto interno bruto (PIB) de la región y hasta el 140% del PIB de sus cinco economías más grandes. La deuda pública se disparó hasta superar el 70% del PIB durante la pandemia y las empresas emitieron montos considerables para sobrevivir a la crisis. Si bien el gasto que condujo a esta deuda ayudó a la región a enfrentar la pandemia, ahora está ahogando la economía. Este libro examina el incremento de la deuda en América Latina y el Caribe y ofrece recomendaciones a los responsables de las políticas públicas para garantizar que la deuda se utilice de forma inteligente, evitar los efectos perjudiciales de la misma, gestionar bien los altos niveles de endeudamiento y reducir los niveles de deuda cuando estén demasiado elevados. Se espera que los análisis y las sugerencias de políticas que se presentan en este volumen contribuyan a afrontar de manera favorable los desafíos, reducir el riesgo, impulsar el crecimiento y mejorar el nivel de vida en toda la región y fuera de ella.

Este libro constituye una lectura obligada para cualquier persona interesada en los desafíos de las finanzas públicas de América Latina y el Caribe. La región debe hacer frente a los problemas de sostenibilidad fiscal y, al mismo tiempo, a las secuelas de la pandemia, a la recesión mundial y a las exacerbadas tensiones sociales. La crisis climática será una fuente cada vez más notable de presión fiscal. Este estudio es una guía imprescindible para que los formuladores de las políticas públicas se abran camino en este complejo panorama y eviten los errores del pasado. Mediante una investigación exhaustiva e innovadora, expone detalladamente las reformas institucionales necesarias para lograr la sostenibilidad y ofrece recomendaciones prácticas para resolver el enigma fiscal de la región.

Mauricio Cárdenas

*Profesor de la Escuela de Asuntos Internacionales y
Públicos (SIPA) de la Universidad de Columbia
Exministro de las carteras de Finanzas, Energía y Transporte de Colombia*

En palabras de los autores de este informe, “la deuda puede ser buena o mala”. Lo que está claro es que la gestión de las deudas heredadas será uno de los desafíos más importantes del mundo luego de la COVID-19. El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) aprovecha su vasto conocimiento sobre América Latina y el Caribe para elaborar recomendaciones adaptadas a la región. Los responsables de las políticas públicas deberán tomar decisiones difíciles para mejorar y restablecer la capacidad de endeudamiento de los gobiernos, ampliar el acceso de los hogares y las pequeñas y medianas empresas al mercado de crédito y de deuda, y reducir el apoyo fiscal a las grandes empresas. Puede que no existan soluciones sencillas para este problema tan enormemente complejo, pero *Lidiar con la deuda* contiene un excelente acervo de análisis para hacer frente a los dilemas.

Barry Eichengreen

*Profesor George C. Pardee y Helen N. Pardee de Economía y
Ciencias Políticas de la Universidad de Berkeley*

El BID es una institución internacional creada en 1959 para fomentar el desarrollo económico y social en América Latina y el Caribe.

