

¿Qué es la deuda soberana?

Cumple un papel fundamental en la economía mundial, pero tiene sus riesgos

S. M. Ali Abbas y Alex Pienkowski



CUANDO EDUARDO III de Inglaterra se quedó sin dinero para financiar la Guerra de los Cien Años contra Francia, recurrió a las familias banqueras de Florencia. Los préstamos que le concedieron eran extremadamente costosos, y cuando Eduardo no logró convertirse en rey de Francia, le fue imposible reembolsar íntegramente esa deuda. A través de los siglos, la deuda del soberano pasó a ser la deuda soberana: la red multibillonaria que conocemos hoy de obligaciones de deuda de múltiples países y en múltiples divisas.

¿Por qué toman préstamos los soberanos?

Los gobiernos toman préstamos para gastar más de lo que pueden o quieren recaudar mediante la tributación general. Hay varios motivos económicos para hacerlo. Cuando los ingresos tributarios caen, como sucede durante una recesión, los gobiernos contraerán préstamos para pagar los compromisos de gasto existentes, lo cual es más ventajoso para la continuidad de servicios públicos tales como escuelas y hospitales, y significa que el gobierno no se ve forzado a recortar el gasto cuando la economía ya está debilitada, algo que podría empeorar la situación. Esto se conoce como

“nivelación de los impuestos”. Los gobiernos pueden ir un paso más allá y de hecho aumentar el gasto, o reducir impuestos, durante una recesión para tratar de impulsar el crecimiento. Este “estímulo fiscal” se financia emitiendo deuda soberana.

Pero comúnmente estas razones no pueden explicar el alto nivel de deuda observado en muchos países. Otro motivo para contraer deuda es invertir en el futuro. Los gobiernos pueden tomar grandes préstamos para la construcción de una nueva carretera, una central eléctrica o un sistema de trenes subterráneos de importancia. Los costos iniciales pueden ser extremadamente altos, y entonces el reembolso se distribuye a lo largo de muchos años. Pero, con suerte, estas inversiones estimulan el crecimiento a más largo plazo, justificando el endeudamiento. Además de invertir en capital físico, los gobiernos pueden hacerlo en capital humano, como en educación y salud. Una vez más, los beneficios a largo plazo deberían superar el costo del préstamo.

¿De quiénes toman préstamos?

Los gobiernos pueden ser muy creativos a la hora de encontrar posibles prestamistas, ya que buscan aquellos que podrían cobrarles la tasa de interés más baja. Sin embargo, a menudo esto implica hacer ciertas concesiones. Por ejemplo, los soberanos pueden tomar préstamos dentro de su propio país o del extranjero. Los préstamos internos —de bancos y gestores de activos locales o directamente de los hogares— pueden ser una fuente constante y fiable de financiamiento. Pero a menudo el monto de dinero disponible es limitado y los plazos de reembolso tienden a ser cortos. Entonces los gobiernos también toman deuda en los mercados internacionales de capital, por montos mayores y generalmente con plazos de vencimiento más largos. No obstante, estos mercados pueden ser volubles, especialmente para los países de ingreso bajo. Puede ser peligroso suponer que estos prestamistas siempre proveerán una fuente de financiamiento fácilmente disponible.

Diversos tipos de entidades del sector privado también prestan a los soberanos. Los gestores de activos, como los fondos de pensiones, generalmente mantienen una gran cuantía de deuda pública. Necesitan tener activos de largo plazo relativamente seguros que se ajusten con sus pasivos a largo plazo. Los bancos también tienen grandes montos de deuda soberana, especialmente de los gobiernos de los países donde tienen su sede. Pero en el pasado ese “nexo

soberano-bancario” ha causado problemas. Durante la crisis de deuda soberana de la zona del euro en 2010–12, por ejemplo, los bancos en dificultades redujeron su financiamiento a los gobiernos, elevando los costos de endeudamiento soberano. Esto generó un círculo vicioso de más endurecimiento de las condiciones financieras que agravó la recesión económica y los problemas del sistema bancario. Hoy ambas partes comprenden mejor estos riesgos.

Por último, los gobiernos pueden tomar préstamos de otros gobiernos u organismos internacionales. A menudo esta concesión de préstamos no obedece primordialmente a objetivos comerciales (aunque el prestamista quizá no lo diga en la práctica). Un gobierno podría prestarle a otro para fortalecer los lazos bilaterales. El Banco Mundial o el Banco Africano de Desarrollo podrían prestar fondos a un país para ayudarlo a construir un sistema de saneamiento, financiar programas de vacunación o reformar el sector eléctrico. Y el FMI puede brindar financiamiento si un país enfrenta dificultades de balanza de pagos.

¿Cómo toman préstamos?

Hay varias formas contractuales para que un gobierno obtenga financiamiento, los préstamos son un ejemplo conocido. Normalmente se acuerdan bilateralmente, o mediante un consorcio de prestamistas, y el reembolso suele extenderse durante varios años. Los bonos, en cambio, son emitidos a cientos o miles de acreedores, y normalmente la totalidad del monto debe reembolarse de una vez. Además, hay muchos instrumentos exóticos mediante los cuales un soberano puede endeudarse, pero su escala tiende a ser mucho menor.

Los gobiernos procuran minimizar su costo de endeudamiento —la tasa de interés— evitando al mismo tiempo que la estructura de la deuda se torne demasiado riesgosa. Por ejemplo, para muchos gobiernos les resulta más barato endeudarse en dólares de EE.UU. o en euros que en su propia moneda. Pero esto puede causar problemas si su moneda se deprecia, ya que incrementa la carga real de la deuda. De igual modo, algunos gobiernos prefieren pagar una tasa de interés fija, ya que esto garantiza que los costos del servicio de la deuda sean estables. Pero puede ser más barato (al menos inicialmente) emitir deuda vinculada a una tasa de interés variable o a la inflación de precios al consumidor, aunque esto también puede ser riesgoso si esas variables se mueven en una dirección imprevista o desfavorable.

Una estructura prudente de la deuda pública puede ayudar a mantener bajos los costos de endeudamiento soberano en el largo plazo. Pero muchos otros factores también influyen en la solvencia de un soberano y sus costos de endeudamiento, tales como su nivel de desarrollo económico, el tamaño de sus mercados financieros, el historial de cumplimiento de sus

obligaciones y su vulnerabilidad a los shocks externos, así como las condiciones financieras mundiales. Muchos de estos factores escapan al control de los gobiernos. Las calificadoras de riesgo soberano y los organismos internacionales, incluido el FMI, poseen modelos elaborados que evalúan continuamente la calidad crediticia de los deudores soberanos.

¿Qué sucede cuando no pueden pagar?

Al igual que las personas y las empresas, los soberanos pueden tener problemas para reembolsar su deuda. Esto podría deberse a que se endeudaron mucho o de una forma demasiado riesgosa, o a que sufrieron un shock inesperado, como una profunda recesión o una catástrofe natural.

En tales circunstancias, el soberano necesita reestructurar su deuda. Pero, a diferencia de las personas y las empresas, no hay un tribunal de quiebras para los soberanos que pueda obligar al deudor y a sus acreedores a resolver la cuestión. Se pasa en cambio a un proceso de negociación: los acreedores quieren recuperar su dinero tanto como sea posible, mientras que el soberano quiere recuperar un estatus “normal” en los mercados financieros sin pagar demasiado por ello.

Estas reestructuraciones suelen ser costosas tanto para el deudor como para los acreedores. Por ello son casos relativamente infrecuentes. Ejemplos bien conocidos son los de Rusia (1998), Argentina (2005), Grecia (2012) y Ucrania (2015). Los costos son normalmente mucho menores cuando se logra llegar a un acuerdo antes de que el soberano incurra en incumplimiento al omitir un pago de su deuda. Por lo general, estas reestructuraciones preventivas se resuelven rápidamente y tienen menores efectos indirectos en el resto de la economía y el sistema financiero. Pero una vez que el soberano incumple su deuda, el proceso de reestructuración subsiguiente puede ser largo y costoso.

El endeudamiento soberano ha recorrido un largo camino desde las incursiones militares de Eduardo III en Francia. Se ha vuelto más cuantioso, más sofisticado y más internacional, y cumple un papel fundamental en la economía mundial al permitirle a los gobiernos mantener a flote sus economías durante recesiones y otros shocks imprevistos, y financiar inversiones que eleven la productividad y el crecimiento. Pero los riesgos —sobreendeudamiento y potencial incumplimiento— permanecen con nosotros hasta el día de hoy. **FD**

S. M. ALI ABBAS es Asesor y **ALEX PIENKOWSKI** es Economista Principal en el Departamento de Europa del FMI. Ambos son coeditores de *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners* (Deuda Soberana: Guía para economistas y profesionales).