

## Cuando las expectativas empujan a un país al incumplimiento

miércoles, 08 de noviembre de 2017

Los países han venido dependiendo de la emisión de deuda para financiar gastos e inversiones desde hace mucho tiempo. Pero esto puede resultar riesgoso. Episodios como la crisis mundial de la deuda de 1983, con sus desastrosos efectos en América Latina, y la más reciente crisis de la deuda en Europa, demuestran que los países deben proceder con prudencia al escoger sus niveles de endeudamiento.

João Ayres \*

Los niveles elevados de deuda, combinados con períodos de bajo crecimiento económico, suelen considerarse los ingredientes clave de las crisis de deuda soberana. En las crisis de ese tipo los países pueden optar por incumplir con sus pagos, en episodios que por lo general acarrearán consecuencias negativas, como crisis del sistema bancario y del signo monetario del país, así como también trastornos del comercio exterior, que imponen aún más costos a su ciudadanía. Pero, ¿qué hay del papel que pueden desempeñar las expectativas de mercado? ¿Es posible que expectativas de mercado &ldquo;negativas&rdquo; induzcan a un país a dejar de cumplir sus pagos?

En una serie de trabajos, que incluyen un reciente estudio de 2015, mis coautores y yo analizamos el tema, concentrándonos en los elementos que producen crisis que conllevan su propio cumplimiento. La autorrealización de una crisis de ese tipo funciona así: los inversionistas cobran tasas de interés elevadas, debido a la creencia de que un país incurrirá en un incumplimiento en sus pagos más adelante, las altas tasas de interés acaban por inducir al país al incumplimiento, lo que confirma las expectativas de mercado. Esta clase de crisis fue analizada primero por Guillermo Calvo, en un estudio que llevó a cabo en 1988.

Concluimos que dichas crisis dependen de la interacción entre indicadores fundamentales débiles (períodos persistentes de bajo crecimiento económico y niveles suficientemente altos de endeudamiento) y expectativas de mercado adversas. En este contexto, determinamos que se pueden justificar intervenciones de políticas por parte de grandes organizaciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI), ya que las mismas pueden inducir a los mercados a adoptar expectativas más positivas.

Tomemos, por ejemplo, el caso de la crisis europea de la deuda. Hacia finales de 2010, los mercados se dieron cuenta de que el bajo nivel de crecimiento económico mundial que siguió a la crisis económica mundial de 2009-10 iba a durar más de lo que se había pensado previamente. En ese punto, las tasas de interés de la deuda soberana de varios países europeos (Chipre, España, Grecia, Irlanda y Portugal) subieron abruptamente. A su vez, esa subida llevó a aumentar la presión sobre esos países para hacerlos cumplir las obligaciones con sus acreedores, lo que hizo que interviniera el Banco Central Europeo (BCE). ¿Qué fue lo que logró bajar las tasas de interés? El anuncio del presidente del BCE a mediados de 2012 de que el Banco iba a hacer &ldquo;lo que fuera necesario&rdquo; para proteger el euro, y la subsecuente decisión del Banco de comprar bonos gubernamentales de esos países en el marco del programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés). Curiosamente, ese programa nunca se llevó a cabo. El simple anuncio de que el Banco iba a comprar los bonos bastó para mejorar las expectativas de mercado.

El análisis se puede extender a otros casos de crisis de la deuda soberana, como la de 2001 en Argentina. ¿Habría

incumplido este país en sus pagos de deuda si se le hubieran aplicado tasas de interés más bajas? Desde 1998 hasta 2000, la tasa de interés que tuvo que pagar Argentina sobre su deuda externa se mantuvo en un 10,5% al año, lo que produjo pagos por concepto de intereses que alcanzaron al 5,5% del PIB del país. Sin embargo, si a Argentina se le hubiera cobrado la misma tasa que se aplica a los bonos de Estados Unidos (3% al año, en términos reales), o lo que se conoce como la tasa de interés sin riesgo, eso habría resultado en un nivel mucho más pequeño, de un 1,8% del PIB. En tal caso, quizás Argentina habría podido sustraerse a los costos del incumplimiento en los pagos.

Por último, ¿qué lecciones puede aprender América Latina actualmente? Hemos entrado en un período de bajo crecimiento económico mundial, que en 2017 se mantiene, según el FMI, en un 3,6%. En esta situación, los países pueden sentir la tentación de aumentar sus niveles de endeudamiento para no tener que reducir sus erogaciones por concepto de consumo e inversión. Pero se aconseja prudencia. Al tomar decisiones de este tipo, los países deben considerar todos los riesgos que puede haber, y esto incluye los riesgos de una crisis que acarrea su propio cumplimiento.

\* João Ayres es economista investigador del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Obtuvo su licenciatura en Economía en la Universidad de São Paulo (Brasil), una maestría y un doctorado en Ciencias en Economía de la Fundación Getúlio Vargas y un doctorado en Economía de la Universidad de Minnesota. Durante sus estudios ocupó cargos como visitante en la Universidad de Columbia y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, y trabajó como analista de investigación en el Banco de la Reserva Federal de Minneapolis. Su labor de investigación se concentra en economía internacional, macroeconomía y finanzas públicas.