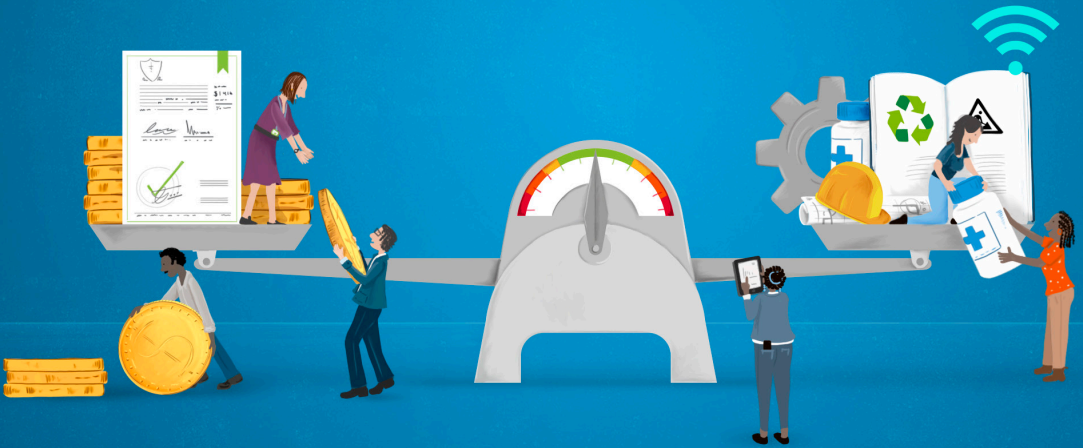


DESARROLLO EN LAS AMÉRICAS

# LIDIAR CON LA DEUDA

Menos riesgo para más crecimiento  
en América Latina y el Caribe

RESUMEN EJECUTIVO



**Editado por:**  
Andrew Powell  
Oscar Mauricio Valencia

La deuda ha aumentado en todo el mundo, y América Latina y el Caribe no es la excepción. La deuda total ha escalado a unos US\$5,8 billones, cifra equivalente al 117% del producto interno bruto (PIB) de la región, y hasta el 140% del PIB en las 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. El gasto que condujo a esta deuda ayudó a la región a combatir la pandemia, pero ahora suponen un lastre para la economía. La edición de este año de Desarrollo en las Américas (DIA) analiza 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 el informe de este año contribuyan a que se puedan afrontar con éxito los desafíos, reducir el riesgo, impulsar el crecimiento y mejorar el nivel de vida de toda la región, así como también fuera de ella.

# Índice del informe

- 1 El enigma de la deuda
- 2 Posiciones externas sólidas para economías resilientes
- 3 Mercados de bonos nacionales: avances y tropiezos
- 4 Un análisis para entender el aumento de la deuda
- 5 La sostenibilidad de la deuda: más importante que nunca
- 6 La gestión de la deuda soberana
- 7 Acreedores oficiales: proveedores de algo más que dinero
- 8 ¿Más allá del punto de inflexión? Evaluación del sobreendeudamiento en América Latina y el Caribe
- 9 Reducción de la deuda pública: ¿qué funciona mejor?
- 10 Reestructuración de la deuda soberana: la necesidad de un nuevo enfoque
- 11 La gestión de la deuda privada
- 12 Vulnerabilidades en las hojas de balance corporativo como resultado de la pandemia
- 13 La esencia de la deuda

Descargue el libro gratis en:

[www.iadb.org/DIAdeuda](http://www.iadb.org/DIAdeuda)

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) (<https://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.

Nótese 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.



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. En última instancia, 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 puede 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 ayudó a los hogares a comprar alimentos y pagar la atención médica, y permitió a las empresas 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.

*Lidiar con la deuda* 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. El informe está organizado 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. La segunda sección se centra en la deuda pública y su sostenibilidad, la gestión de dicha deuda, cómo reducirla y el papel central de la región en la naturaleza cambiante de la arquitectura financiera mundial. La tercera sección examina la deuda privada, en particular la de las empresas.

## El aumento 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 alcanzado el nivel de US\$5,8 billones, lo cual equivale al 117% del PIB de la región, y asciende hasta el 140% del PIB en las cinco economías más grandes.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> 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).

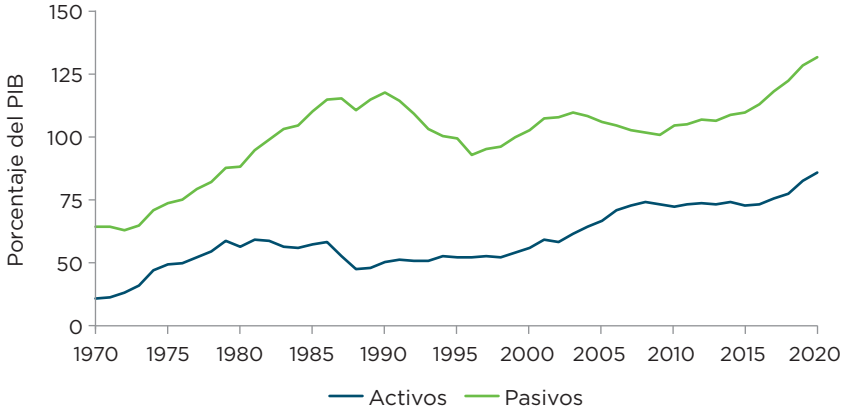
Los ratios de deuda pública ya estaban subiendo antes de la crisis de la COVID-19 y, durante la crisis, llegaron a superar el 70% del PIB, impulsados por la recesión, un nivel de ingresos más bajo y los paquetes de apoyo fiscal. La deuda sirvió para financiar un mayor gasto en materia de salud, transferencias 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 activos externos de la región aumentaron hasta cerca del 75% del PIB, los pasivos externos también lo hicieron durante la pandemia hasta superar el 125% del PIB (véase el gráfico 1). Los activos incluyen las reservas internacionales de los bancos 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

## Gráfico 1 Activos y pasivos externos



*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 de la región.

de otros países y líneas contingentes con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los bancos multilaterales de desarrollo (BMD). Aunque el 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 a 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. *Lidiar con la deuda* analiza el pasado, el presente y el futuro de la deuda en América Latina y el Caribe. Este resumen ejecutivo



presenta algunas de las conclusiones de ese análisis y ofrece recomendaciones generales de políticas.

## La deuda pública

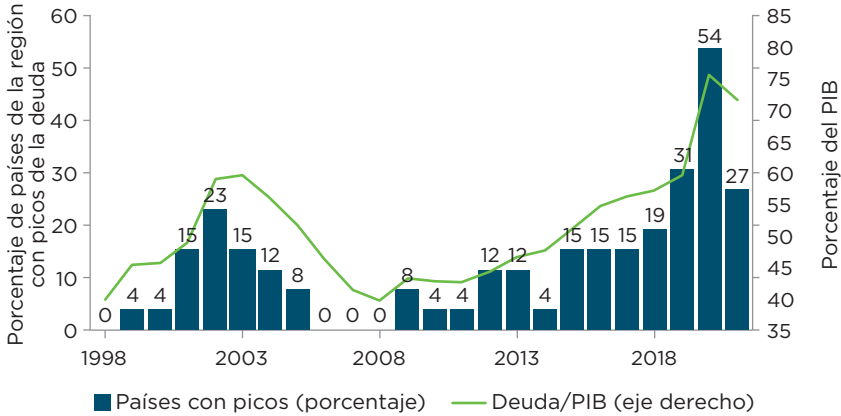
La deuda pública desempeña un papel fundamental para que los países lleven a cabo proyectos de inversión pública, implementen políticas anticíclicas y proporcionen apoyo a las economías frente a los shocks negativos. No obstante, si dicha deuda se vuelve demasiado grande o no se gestiona con suficiente 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.

## El patrón de aceleraciones de la deuda

En 2020, la deuda pública superó el 70% del PIB en América Latina y el Caribe. Como se mencionó anteriormente, la deuda pública había estado aumentando antes de la pandemia, y gran parte del incremento se debió a picos de deuda repentinos (véase el gráfico 2). 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. Desde la crisis financiera mundial, la deuda ha aumentado prácticamente todos los años, independientemente del ritmo de crecimiento económico.

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, y limitar cualquier incremento evitable de la deuda. Las reglas fiscales pueden resultar útiles. Antes de la pandemia, menos de

**Gráfico 2** Picos de endeudamiento y aumento de la deuda pública en América Latina y el Caribe



*Fuente:* Cálculos del equipo del BID basados en datos de la encuesta del FMI (2022).

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

la mitad de los países de la región contaba con ellas. Y 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: un balance delicado

La pandemia generó la necesidad de aumentar considerablemente el gasto, al tiempo que redujo los ingresos fiscales, y con ello la deuda pública creció aún más. Esta respuesta era necesaria, debido al carácter extraordinario de la crisis. Aun así, 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. 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 esfuerzo de consolidación fiscal 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, sería menester un esfuerzo fiscal adicional (por encima del previsto) del 1,4% del PIB al año.

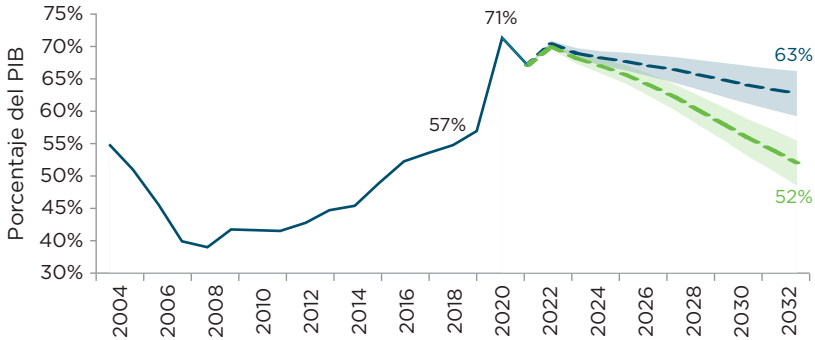
## Más allá de la sostenibilidad: niveles de deuda prudentes

Se estima que los niveles de deuda prudentes se sitúan entre el 46% y el 55% del PIB para el conjunto de la región, según la metodología empleada. Las estimaciones de cada país dependen de un amplio conjunto de características internas (véase el gráfico 3). Un nivel prudente de deuda limita los costos de los intereses, con lo cual se 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,

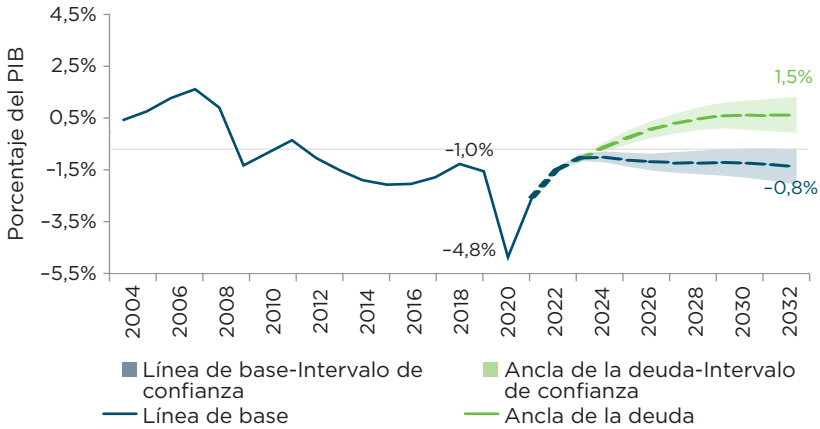
estos factores conducen a ratios de deuda más sostenibles. Como resultado, estas reglas fiscales también pueden contribuir a reducir los costos de financiamiento y disminuir la probabilidad de frenazos súbitos. Por lo tanto, mejorar las instituciones es tan importante como reducir la deuda. Un esfuerzo 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.

**Gráfico 3 Deuda bruta y escenarios de balance primario para América Latina y el Caribe**

**A. Deuda bruta**



**B. Balance primario**



Fuente: Cálculos del equipo del BID.

## Sobreendeudamiento público: una amenaza al crecimiento

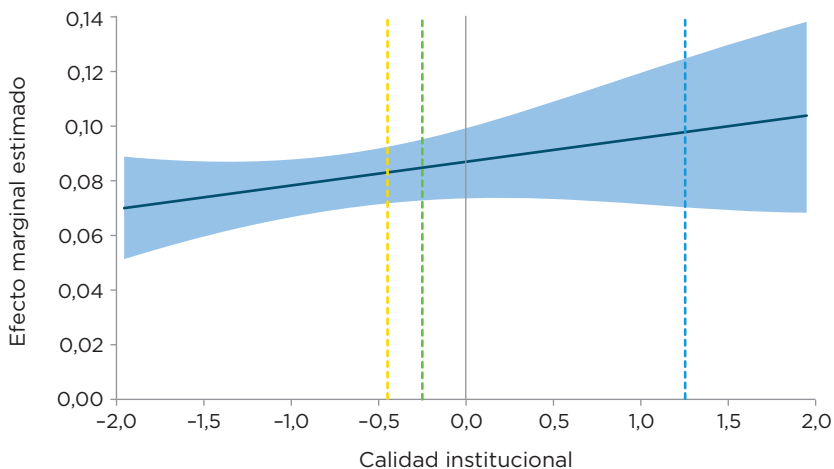
Los elevados niveles de deuda que actualmente tienen muchos países también restringen el crecimiento. Un mayor endeudamiento impulsa el crecimiento a niveles de deuda más bajos, especialmente si la calidad de las instituciones es alta. Sin embargo, con altos niveles de deuda, el crecimiento disminuye a medida que la deuda sube. Con altos niveles de deuda, 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 (véase el gráfico 4). De la misma manera, no solo el nivel importa. Las aceleraciones de la deuda están negativamente correlacionadas con el crecimiento. De hecho, a medida que las aceleraciones perduran, el efecto acumulativo sobre el crecimiento es mayor.

El libro muestra que la calidad de las instituciones es esencial para manejar los altos niveles de endeudamiento disminuyendo el efecto negativo sobre el crecimiento. Los países con calidad institucional relativamente más alta pueden sostener niveles elevados de deuda, atraer inversión y crecer. De manera análoga, en situaciones de endeudamiento excesivo, la calidad institucional permite mitigar el efecto negativo sobre el crecimiento.

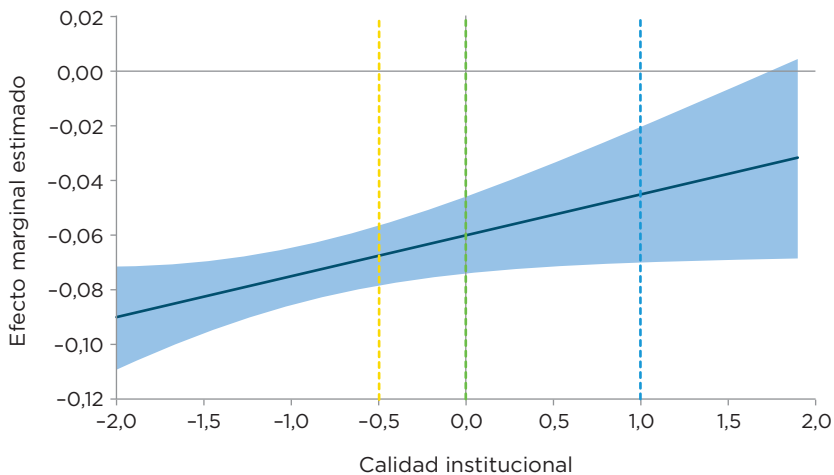
Las instituciones fiscales desempeñan un papel fundamental. Las reglas fiscales ayudan a salvaguardar el crecimiento económico y a proteger la inversión pública. La mejora de los marcos de inversión pública contribuiría a mejorar la eficiencia del gasto público e impulsaría los multiplicadores del crecimiento. No se trata solo de invertir más, sino también de hacerlo de forma inteligente. Las instituciones fiscales fortalecidas capaces de mejorar la credibilidad de las políticas a mediano plazo, disminuir los riesgos

## Gráfico 4 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



### B. Por encima del umbral de deuda



--- América Latina y el Caribe      --- Economías emergentes  
--- Economías avanzadas

**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).

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.

## 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 parti-



cular, 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 dicha inversión 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.

Por otra parte, 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 mejorar la recaudación de impuestos.

## Elegir el momento es primordial

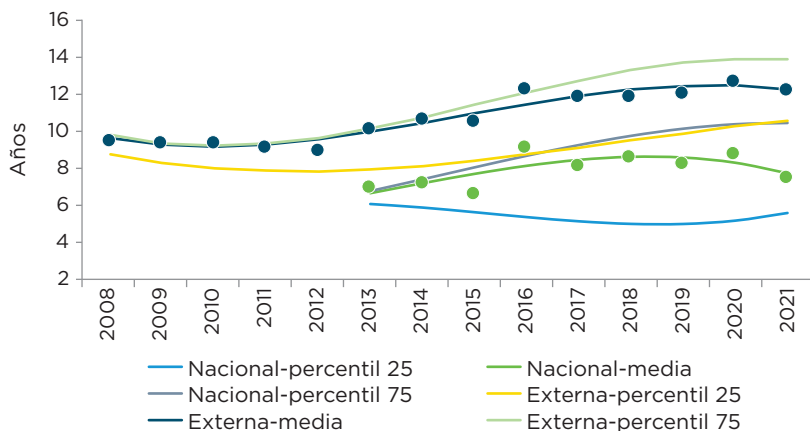
Elegir el momento de aplicar las medidas de consolidación fiscal también es clave. Las medidas de consolidación anticipadas tienen la ventaja de reducir la deuda con mayor celeridad y de ahorrar valiosos recursos al disminuir más rápidamente el pago de intereses. Sin embargo, un recorte brusco del gasto, 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 (véase el gráfico 5). 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.

**Gráfico 5 Vencimiento de la deuda en moneda nacional y extranjera**



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

Notas: Este gráfico muestra los vencimientos de las emisiones en moneda nacional y extranjera. 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. Las curvas han sido suavizadas mediante funciones polinomiales.

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 afrontan el 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 de los pasivos 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 por venir 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 reasignar 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 y recompras de deuda para el medio ambiente. 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 el aumento de la diversidad de acreedores, incluidos los prestamistas bilaterales que no pertenecen al Club de París, y una mejor manera de vincular la deuda con los desafíos climáticos o ambientales. 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 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 ges-

ción 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

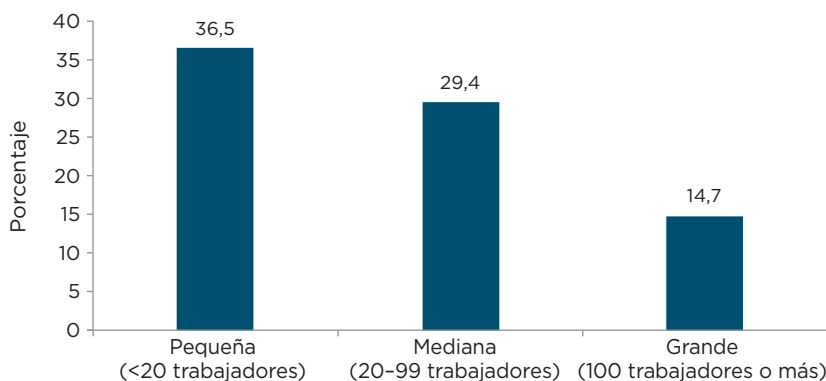
Los hogares obtuvieron un mayor acceso al crédito antes de la COVID-19 y se endeudaron más durante la pandemia. Aun así, los niveles generales de endeudamiento de las familias de la región siguen siendo relativamente bajos en comparación con los estándares internacionales. Puede haber hogares muy endeudados 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 (véase el gráfico 6).

**Gráfico 6** 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.

## Grandes empresas: colchones de alta liquidez, pero con menos activos fijos

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 inver-

sión se desplomó y el financiamiento se utilizó para construir un fuerte colchón de liquidez para 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) más las políticas financieras (incluida la moratoria de préstamos y la flexibilidad regulatoria) permitieron que muchas empresas sobrevivieran 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 corporativo de valores 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 ac-



ceso 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. Debido al abordaje de estas cuestiones, la deuda ha aumentado sustancialmente y los formuladores de políticas públicas se enfrentan a decisiones difíciles, en particular para gestionar los altos niveles de deuda pública, mejorar las instituciones y reducir los niveles mencionados. La edición de este año del DIA se propone 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.





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.

