

## Resumen ejecutivo

La deuda global del sector no financiero —que abarca el gobierno general, los hogares y las empresas no financieras— se sitúan en la actualidad en un máximo histórico equivalente a 225% del PIB mundial. Dos tercios de esa deuda, es decir USD 100 billones, consta de pasivos del sector privado que, como lo documentan numerosos estudios, pueden entrañar enormes riesgos cuando alcancen niveles excesivos. Sin embargo, hay una heterogeneidad considerable, ya que no todos los países están en la misma fase del ciclo de deuda, ni enfrentan los mismos riesgos. Aun así, preocupa el hecho de que la mera magnitud de la deuda podría constituir la antesala de un proceso sin precedentes de desapalancamiento del sector privado, capaz de truncar la frágil recuperación económica. Pero la solución de este problema de “sobreendeudamiento privado” no es fácil en la actual coyuntura mundial actual caracterizada por un bajo crecimiento nominal.

A la luz de estos hechos, en esta edición del informe *Monitor Fiscal* se analiza la magnitud y la composición de la deuda mundial y se reflexiona sobre el papel que la política fiscal puede desempeñar para facilitar el ajuste. El presente informe va más allá de estudios previos y se basa en un conjunto ampliado de datos que abarca mercados emergentes y países de bajo ingreso, así como economías avanzadas. Otra novedad es el uso de un marco analítico que modeliza explícitamente las interrelaciones entre la deuda privada y la deuda pública al examinar la función de la política fiscal en el proceso de desapalancamiento. Por último, el informe incluye estudios de casos de países que aportan información útil sobre lo que la política fiscal debe y no debe hacer para facilitar el desapalancamiento y, al mismo tiempo, reducir a un mínimo el lastre que frena la economía.

El capítulo concluye que la deuda privada es elevada no solo en solo en las economías avanzadas sino también en unas cuantas economías emergentes de importancia sistémica. Si bien algunas economías avanzadas han logrado reducir en cierta medida la deuda de los hogares—el origen del problema— estos coeficientes de endeudamiento continúan aumentando en algunos casos. Por otra parte, las condiciones financieras más favorables han dado lugar a un fuerte aumento del endeudamiento del sector de las empresas no financieras en unos pocos mercados emergentes. Los antecedentes históricos y los indicadores alternativos de sobreendeudamiento hacen pensar que el proceso de desapalancamiento privado aún puede tardar algún tiempo en materializarse, sobre todo en vista del bajo crecimiento nominal. El saneamiento incompleto de los balances de los bancos es otro factor que frena el proceso de desapalancamiento porque entorpece el flujo eficiente del crédito, lo que contribuye a un crecimiento deslucido. Las débiles condiciones macroeconómicas también están pasando factura a los balances del gobierno general, en especial en las economías avanzadas, donde explican casi el 50% del aumento de la deuda pública desde principios de la crisis financiera mundial. La profundización financiera y la mejora del acceso al mercado en los últimos años han propiciado el aumento de los coeficientes de endeudamiento privado y público en los países de bajo ingreso, si bien los niveles de endeudamiento siguen siendo bajos en general. Los avances en los ámbitos del

microcrédito y la banca móvil también han ayudado a mejorar el proceso de inclusión financiera en muchos de estos países.

Nuevos datos empíricos confirman que las crisis financieras tienden a estar asociadas con niveles excesivos de deuda privada tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, pero la deuda pública elevada no está exenta de riesgos. En particular, entrar en una crisis financiera con una posición fiscal débil exagera la profundidad y duración de la consiguiente recesión. La razón es que la falta de defensas fiscales antes de la crisis perjudica significativamente la capacidad para implantar una política fiscal contracíclica, en especial en las economías de mercados emergentes. Por lo tanto, de estos resultados se desprende que se deben afianzar los balances del gobierno durante los períodos de expansión, teniendo debidamente en cuenta los ciclos financieros al evaluar la posición fiscal de un país, y que se debe garantizar una supervisión estricta de la deuda privada mediante marcos reglamentarios y de supervisión adecuados. Esto es especialmente pertinente en los mercados emergentes en los que el apalancamiento del sector privado ha aumentado considerablemente en los últimos años.

Es evidente que un desapalancamiento significativo será muy difícil sin un crecimiento robusto y una normalización de los niveles de inflación, ¿pero qué puede hacer la política fiscal para facilitar el proceso de desapalancamiento? La ruta hacia un crecimiento vigoroso en los países que están inmersos en una situación de sobreendeudamiento puede exigir la toma de medidas contundentes e inmediatas para sanear los balances tanto de los bancos —una prioridad clara en algunos países europeos— como los del sector privado, concretamente los de las empresas no financieras en China. El programa específico de políticas dependerá, lógicamente, de las circunstancias del país y de las defensas fiscales disponibles. En líneas generales, en los casos en que el sistema financiero esté bajo fuerte presión, es fundamental resolver rápidamente el problema subyacente. En los casos en que los problemas del sector no financiero aún no hayan migrado al sector bancario, es posible incentivar el saneamiento mediante intervenciones fiscales bien diseñadas y focalizadas, en forma de programas patrocinados por el gobierno para reestructurar la deuda privada, lo que puede incluir medidas tales como subsidios para que los acreedores alarguen los vencimientos, garantías, préstamos directos y empresas de gestión de activos. Estas medidas deben contar con el respaldo de procedimientos sólidos de insolvencia y de quiebra. Como indica la experiencia, el diseño de las intervenciones fiscales para facilitar el proceso de desapalancamiento es crucial para minimizar su costo, mitigar el riesgo moral y, a la larga, garantizar resultados satisfactorios. En particular, estas medidas deben estar dirigidas a sectores o personas específicos y deben repartir la carga. De ser necesario un proceso de recapitalización bancaria, este debe llevarse a cabo sin demora y debe estar encabezado por el sector privado. El proceso de toma de decisiones debe estar sujeto a sólidos principios de gestión de gobierno para resguardar los fondos públicos.

La actual coyuntura de escaso margen de maniobra fiscal presenta disyuntivas complicadas, para la inacción probablemente sea más costosa, incluso desde el punto de vista

de la sostenibilidad de la deuda pública. Sin embargo, la política fiscal de por sí sola no basta; debe contar con el apoyo de políticas complementarias dentro de marcos creíbles. Más específicamente, la política monetaria debe seguir siendo acomodaticia en los países en los que la inflación aún permanece muy por debajo del nivel fijado como meta, en tanto que las políticas financieras deben proporcionar incentivos para que los bancos reconozcan las pérdidas, y facilitar el saneamiento de los balances. Las políticas estructurales también pueden mejorar las restricciones presupuestarias intertemporales al elevar el crecimiento potencial. Si están bien diseñadas y son creíbles, estas políticas pueden de hecho ampliar el margen de maniobra de las políticas para promover el crecimiento y llevar la inflación al nivel fijado como meta, y a la vez facilitar el proceso de desapalancamiento.