



Hacerse cargo

Luis A.V. Catão y Rui C. Mano

Los países enfrentan una tasa de interés mucho más alta de lo que se pensaba por incumplimiento de su deuda soberana

PENSEMOS en un gobierno que incumple su deuda con inversionistas extranjeros, y unos años después negocia una reducción de la deuda original y se dispone a endeudarse en mercados de capitales. Enfrenta algunas preguntas. ¿Debe esperar una penalización por el incumplimiento y una tasa de interés en la nueva deuda mayor que la que sugerirían los fundamentos de su economía? De ser así, ¿cuánto sería esa “prima de incumplimiento”? ¿Y cuánto necesitaría el país para recuperar su solvencia y eliminar la prima?

Son preguntas importantes, por varias razones. El tamaño y la persistencia de toda prima de incumplimiento determinan la carga de servicio de deuda que enfrenta el país a futuro. La prima de incumplimiento también puede afectar a cualquier programa de ajuste que pueda emprender un país con instituciones multilaterales como el FMI para poder mantenerse a flote tras perder acceso al mercado. Si la prima es elevada y persistente, el país puede tardar en reducir la dependencia de préstamos multilaterales. Y una prima con una existencia prolongada sugiere que los inversionistas no olvidan con facilidad las deudas que condonaron.

Sin embargo, desde hace tiempo se debate si los países incumplidores pagan efectivamente

una prima de tasa de interés no trivial. A partir de la mayor disponibilidad de datos que se registra a partir de la década de 1980, algunos investigadores trataron de responder la pregunta empíricamente. Gran parte de la investigación sugiere que los países pagan una prima relativamente trivial por incumplir o una prima de existencia breve. Por ejemplo, los trabajos de Eichengreen y Portes (1986), Lindert y Morton (1989) y Ozler (1993) concluyen que las diferencias en las tasas de interés de los países que incumplieron en la década de 1930 y los que no, eran minúsculas: no más de 25 o 30 puntos básicos (1 punto básico es la centésima parte de 1%). En contraste, los estudios que utilizaron únicamente datos sobre mercados emergentes de las décadas de 1990 y 2000 (como el de Borensztein y Panizza, 2009) concluyen que existen grandes primas sobre la tasa de interés, de hasta 400 puntos básicos en promedio, cuando los países vuelven a endeudarse en mercados privados, aunque dichas primas prácticamente desaparecen después de dos años. Las primas persistieron en unos pocos casos, en los que las pérdidas impuestas a los acreedores (denominadas quitas) fueron excepcionalmente grandes (Cruces y Trebesch, 2013).

Aun así, parecería que la mayoría de los gobiernos hacen todo lo posible para evitar

incumplimientos, lo cual parece extraño si la penalización por no pagar la deuda en los términos originales es trivial. Desde ya, existen otros riesgos además de las primas de tasas de interés —sanciones internacionales, interrupción del financiamiento para el comercio y pérdidas de reputación—, pero muchos estudios sostienen que esas penalizaciones adicionales pocas veces tienen un efecto serio. Nuestros resultados indican que el deseo general de evitar el incumplimiento puede atribuirse a que las primas sobre la tasa de interés son más altas y duran más de lo se creía (véase Catão y Mano, 2015), por lo que el comportamiento gubernamental parece lógico.

Nuevos datos empíricos

Las tasas de interés pueden ser mayores que las que podrían esperarse en función de los fundamentos por muchas razones, como la inestabilidad política en el país que toma deuda o la aversión al riesgo en los mercados financieros. Sin embargo, cuando la prima responde solo al historial del incumplimiento, deben tomarse en cuenta tres factores principales para medir correctamente su magnitud: cómo producir una calificación del historial crediticio del país; cómo obtener datos representativos, y cómo capturar todos los fundamentos económicos pertinentes —como el coeficiente deuda/PIB y el crecimiento económico— que puedan explicar la tasa de interés.

Otros investigadores eligieron distintos indicadores del historial crediticio, estudiaron períodos dispares y usaron distintos conjuntos de fundamentos económicos en sus análisis. Las estimaciones de primas de incumplimiento pueden ser muy sensibles a esas variables. Por ejemplo, las primas pueden variar a lo largo del tiempo por factores externos transitorios, como en 2002–07, cuando los precios de las materias primas eran altos, y la aversión al riesgo, baja. Del mismo modo, la decisión que adoptaron otros estudios de concentrarse en el mundo de las décadas de 1960 y 1970, menos globalizado y líquido, podría generar primas de incumplimiento demasiado bajas. Eso significa que toda estimación de la prima de incumplimiento promedio en un período corto puede estar sesgada. En efecto, es tentador suponer que las primas de riesgo se desvanecieron cuando se comprimieron los diferenciales de los bonos soberanos, incluso en países con varios incumplimientos. Sin embargo, los diferenciales de los bonos soberanos pueden ser pequeños debido a factores transitorios (como la reducción de la aversión al riesgo) y no deben tomarse como variables representativas de la prima subyacente. Un indicador adecuado de la prima de incumplimiento exige excluir del diferencial los efectos de los fundamentos actuales del país y los mercados de capitales mundiales. Es muy importante tener en cuenta esos factores en cualquier análisis. Por último, es posible subestimar el tamaño correcto de la prima de incumplimiento si se usan indicadores artificialmente estrechos del *recuerdo* que los inversionistas tienen del pasado, y no se permite que los datos hablen por sí mismos en términos más amplios.

Analizamos esos tres ingredientes clave, aplicamos una metodología común en las distintas muestras y detectamos primas más significativas que otros investigadores porque:

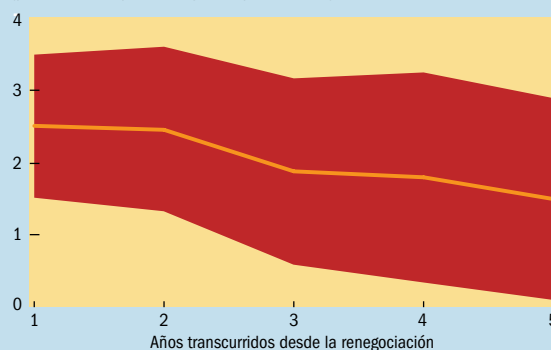
- Utilizamos un indicador más general del historial crediticio que influye en la percepción de la solvencia de los inversionistas. Medimos la prima de incumplimiento como la suma de tres indicadores de historial: la duración total del

Gráfico 1

Un costo alto

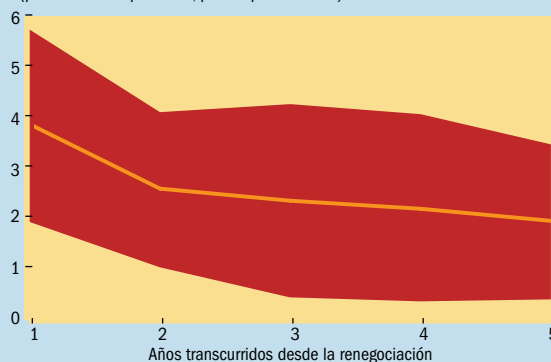
Los países que incumplieron entre 1870 y 1938 pagaron en promedio una prima de incumplimiento sobre deuda nueva de 2,5 puntos porcentuales, que se redujo a 1,5 puntos porcentuales luego de cinco años . . .

(prima de incumplimiento, puntos porcentuales)



. . . mientras que los que incumplieron entre 1970 y 2011 pagaron una prima de 4 puntos porcentuales, que se redujo a aproximadamente 2 puntos porcentuales.

(prima de incumplimiento, puntos porcentuales)



Fuente: Catão y Mano (2015).

Nota: El área sombreada representa el rango de la mayoría de las primas de incumplimiento pagadas por países. Los que incumplieron más de una vez pagaron en general mucho más que el promedio, mientras que lo que incumplieron una vez pagaron menos. El gráfico comienza un año tras la finalización de la renegociación de deuda.

incumplimiento del país, los años transcurridos desde el último incumplimiento y si el año posterior a la renegociación es el primero, segundo, tercero, cuarto o quinto tras el incumplimiento. Esto contempla la posibilidad de que la memoria de los inversionistas se deteriore rápidamente en los primeros años después del incumplimiento y más gradualmente a partir de entonces.

- Construimos un conjunto de datos mucho más amplio que abarca países de mercados emergentes y avanzados en dos períodos activos en los mercados internacionales de bonos: 1870–1938 y 1970–2011. Nuestros datos amplían la cobertura de las series existentes sobre los diferenciales de los bonos soberanos a través de investigación con fuentes primarias y secundarias. El nuevo conjunto de datos comprende 68 países y tiene unas 3.000 observaciones anuales, sin incluir los años de incumplimiento; es decir, mucho más que estudios anteriores.

- Incluimos factores distintos del historial crediticio que podrían haber afectado a las primas. Esos factores incluyen muchos fundamentos macroeconómicos como el coeficiente deuda pública/PIB, la proporción de deuda en moneda extranjera y el crecimiento del PIB (lo que amplía, por ejemplo, los datos históricos de Reinhart y Rogoff, 2009), además de las condiciones en los mercados financieros mundiales, como la volatilidad del precio de las acciones y las tasas de interés de referencia, que afectan al apetito de riesgo de los inversionistas y, por extensión, el grado de indulgencia respecto de prestatarios menos solventes. Por último, incluido la magnitud de incumplimientos pasados.



La prima típica sobre la tasa de interés por incumplimientos pasados se ha subestimado.

El gráfico 1 muestra las primas por incumplimiento aplicadas cuando los países retomaron el endeudamiento privado en 1870–1938 y 1970–2011. En el período previo a la Segunda Guerra Mundial, la prima inicial promedio era de 250 puntos básicos, mucho más alta que las estimaciones anteriores, y duró mucho más: tras cinco años, seguía siendo en promedio de 150 puntos básicos. En el segundo período, las primas eran más altas: 400 puntos básicos inicialmente y 200 puntos básicos incluso después de cinco años. La persistencia de las primas es consecuencia de la cantidad de años de incumplimiento y la cantidad de años transcurridos desde el incumplimiento.

A nivel general, la prima de incumplimiento representó hasta un 60% del diferencial entre la tasa pagada por incumplidores

y la tasa de referencia (gráfico 2). Es decir, gran parte de la tasa de interés general pagada por un soberano cuando recurre a los mercados de capitales privados no se debe al estado general de su economía, sino a su historial crediticio subóptimo. Así, la prima de incumplimiento puede ser muy importante para medir los cargos por intereses que quizá tengan que pagar los países al recurrir nuevamente a los mercados de capitales privados.

Incumplimientos reincidentes

El gráfico 1 muestra que se registró una amplia gama de primas de incumplimiento, tanto superiores como inferiores al promedio. Eso se debe especialmente a las diferencias entre los países que incumplen una vez y los “incumplidores reincidentes”. Los segundos suelen pagar una prima de incumplimiento superior al promedio porque se mantienen fuera del mercado, acumulando moras por períodos más prolongados, un efecto que captura nuestro indicador basado en el tiempo transcurrido en situación de incumplimiento. Los inversionistas tienden a interpretar estos períodos “fuera del mercado” —en especial si son recientes— como un indicio de menor solvencia, incluso si los fundamentos regulares, como el coeficiente deuda/PIB y el crecimiento económico, son positivos. Además, a mayor incertidumbre entre los inversionistas acerca de la precisión de las estadísticas que declara un incumplidor, más atención les prestarán a las decisiones del gobierno, como el impago y las demoras en la renegociación, lo que generalmente redundará en una prima mayor que la esperada.

Nuestros indicadores de historial crediticio no distinguen entre incumplimientos grandes y pequeños. Como los inversionistas sufren más pérdidas en unos incumplimientos que en otros, podría parecer lógico que castiguen los incumplimientos más grandes con mayores primas.

Sin embargo, es difícil definir los efectos de las quitas pasadas sobre las primas. Primero, todos los incumplimientos son importantes, y a menudo implican una quita considerable. Segundo, los inversionistas de mercados competitivos basan el precio de los bonos y los préstamos sobre el riesgo de incumplimiento a futuro. Las quitas pasadas serían importantes si los prestamistas decidieran siempre recuperar sus pérdidas cobrando una prima adicional. Sin embargo, en mercados competitivos —como el mercado de bonos soberanos típicos— es probable que la presencia de nuevos prestamistas frustre todo intento por recuperar pérdidas. Además, casi un 90% de las diferencias amplias que existen en las quitas responde a variables ya incluidas en nuestro modelo, como el coeficiente deuda/PIB y la duración del incumplimiento.

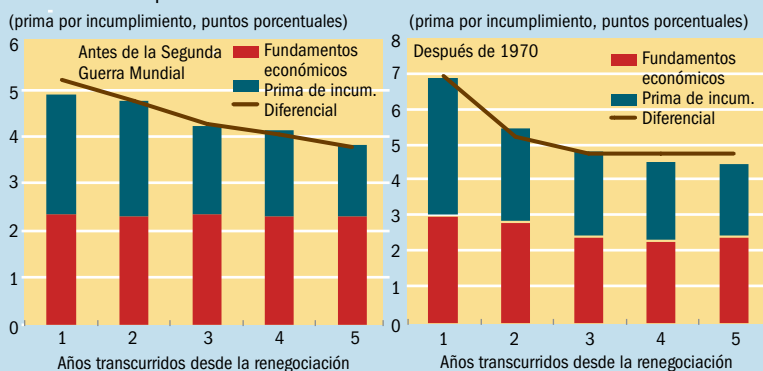
Una justificación clara

La conclusión es que, en general, se subestimó la prima típica por incumplimientos pasados. Esto se debe en parte a que los estudios anteriores no tuvieron en cuenta suficientes indicadores de historial crediticio y, fundamentalmente, a que sus datos no eran suficientemente integrales.

Gráfico 2

El historial crediticio es más importante

A nivel general, la prima de incumplimiento representó aproximadamente 60% del diferencial entre la tasa pagada por incumplidores y la tasa de referencia en los primeros cinco años tras la renegociación. El resto se debe a los fundamentos económicos del país.



Fuente: Catão y Mano (2015).

Nota: La referencia de los rendimientos previos a la Segunda Guerra Mundial eran los bonos públicos a largo plazo del Reino Unido (bono perpetuo), y la del período posterior a 1970, con contadas excepciones, es el rendimiento de los títulos públicos de Estados Unidos a 10 años. El diferencial y la parte superior de la barra de componentes difieren en ocasiones por errores de estimación.

Analizando una mayor cantidad de episodios y períodos históricos más prolongados que los de estudios previos, concluimos que la prima en general era considerable en los primeros años tras la renegociación y que se reducía gradualmente: sin duda, con más lentitud que la estimada por otros investigadores.

A modo de derivación práctica, pensemos en un país con un coeficiente deuda/PIB moderado de 50%, con la totalidad de la deuda en manos privadas. Con la prima promedio posterior a 1970 de 400 puntos básicos, sus pagos anuales de intereses adicionales totalizarían un 2% del PIB tras la renegociación, y llegarían al 1% después de varios años. Incluso con coeficientes de deuda moderados, el costo en intereses no es trivial (los pagos de intereses por deuda externa suelen representar entre 1% y 3% del PIB de un país). Ese costo sería mayor en los países más endeudados que pasaron varios años fuera de los mercados financieros privados. En resumen, evitar un incumplimiento puede ser muy valioso, incluso si no se tienen en cuenta otros riesgos costosos, como la pérdida de reputación, las sanciones internacionales y las interrupciones en el comercio y la intermediación financiera.

Evidentemente, la magnitud absoluta de una prima de incumplimiento de un país depende de sus condiciones específicas y de las estimaciones sobre la posible evolución de los factores económicos nacionales y mundiales. Sin embargo, nuestro análisis demuestra que una prima de incumplimiento cercana a los promedios históricos podría ser suficientemente costosa como para justificar los intentos de evitar el incumplimiento, lo que incluye

el uso de medidas de austeridad para encarrilar la economía. Esto es especialmente cierto en el caso de los países altamente endeudados y con un historial de incumplimiento y períodos prolongados fuera de los mercados de capitales privados. ■

Luis A. V. Catão es Economista Principal en el Departamento de Estudios del FMI, y Rui C. Mano es Economista en el Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Referencias:

- Borensztein, Eduardo, y Ugo Panizza, 2009, "The Costs of Sovereign Default", IMF Staff Papers 56(4), págs. 683-741 (Washington).
- Catão, Luis A. V., y Rui C. Mano, 2015, "Default Premium", IMF Working Paper 15/167 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cruces, Juan, y Christoph Trebesch, 2013, "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts", American Economic Journal: Macroeconomics, vol. 5, No. 3, págs. 85-117.
- Eichengreen, Barry, y Richard Portes, 1986, "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences", European Economic Review, vol. 30, No. 3, págs. 599-640.
- Lindert, Peter H., y Peter J. Morton, 1989, "How Sovereign Debt Has Worked", en Developing Country Debt and Economic Performance, vol. 1, editado por Jeffrey Sachs (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ozler, Sule, 1993, "Have Commercial Banks Ignored History?", American Economic Review, vol. 83, No. 3, págs. 608-20.
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff, 2009, This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).

The logo for iMFdirect, with 'iMF' in white and 'direct' in green, set against a blue background with a green globe graphic on the right.

La visión del Fondo Monetario Internacional
sobre la economía y las finanzas

Lea nuestro blog, escrito por **importantes economistas** y **funcionarios del FMI**,
acerca de los temas más urgentes de la
economía mundial

<http://blog-imfdirect.imf.org>