

## América Latina: ¿se avecina otra crisis de deuda?

22 de noviembre de 2023

Los riesgos fiscales en América Latina han estado en gran medida fuera de la atención durante el año pasado, pero creemos que las preocupaciones sobre la deuda pública aumentarán en los próximos años. Los impagos soberanos parecen más probables que improbables en los próximos años en un puñado de países (Argentina, Ecuador y Bolivia) que todavía muestran algunas de las vulnerabilidades que eran generalizadas en la región hace décadas. La buena noticia es que la naturaleza de los problemas de deuda en otras partes de la región ha cambiado fundamentalmente y los riesgos de impago son ahora mucho menores. Pero aun así, es probable que la dinámica de la deuda pública en gran parte de América Latina empeore a partir de 2024.

Los riesgos más graves de la deuda soberana se encuentran en aquellos países latinoamericanos con grandes deudas en moneda extranjera y activos limitados en moneda extranjera que también están excluidos de los mercados de capital globales. Argentina, Ecuador y Bolivia se destacan en este sentido y creemos que los defaults soberanos son más probables en los tres países, particularmente una vez que los pagos de bonos extranjeros aumenten a partir de mediados de la década.

Si estamos en lo cierto, eso significaría que los impagos soberanos en América Latina serán más frecuentes que en la década de 2010. Pero también vale la pena señalar que las vulnerabilidades que están empujando a Argentina, Ecuador y Bolivia hacia el default son ahora, afortunadamente, comparativamente raras. **En otras partes de la región, la naturaleza de los riesgos de la deuda pública ha cambiado fundamentalmente.**

A partir de la década de 1990, la mayoría de los países adoptaron tipos de cambio flexibles, independizaron a sus bancos centrales y detuvieron la monetización del déficit. Las consiguientes caídas de la inflación y las tasas de interés, así como la profundización de los mercados financieros internos, permitieron que se emitiera mucha más deuda internamente. Y, al mismo tiempo, la mayoría de los bancos centrales han acumulado grandes reservas de divisas. **El resultado es que es poco probable que en gran parte de la región se produzcan crisis de deuda soberana rápidas y agudas que culminen en un default.**

**Da la casualidad de que, fuera de Argentina, Ecuador y Bolivia, las preocupaciones sobre la salud fiscal parecen haberse aliviado significativamente a lo largo del año .** Los indicadores del riesgo fiscal, como los diferenciales de los bonos

soberanos denominados en dólares y las primas de los CDS, han caído y están en niveles bajos según estándares históricos.

**No obstante, creemos que parte de esta calma en torno al panorama fiscal cambiará de cara a 2024** . En particular, los factores que han ayudado a mejorar la dinámica de la deuda en los últimos dos años –incluidas la inflación y los shocks de los precios de las materias primas– se están revirtiendo. Las posiciones del presupuesto primario ahora están empeorando. Es probable que esto se vea exacerbado en algunos casos (especialmente en México) por una política fiscal más flexible.

Y si bien los rendimientos de los bonos deberían caer a medida que los bancos centrales reduzcan las tasas de interés, el crecimiento del PIB nominal probablemente disminuirá aún más. El diferencial entre tasas de interés y crecimiento (el llamado “rg”), que ha sido negativo desde 2021 (lo que contribuye a la dinámica de la deuda), probablemente será positivo a partir del próximo año en las principales economías (en promedio).

**Como resultado, es probable que la relación deuda pública/PIB vuelva a una senda ascendente en la mayoría de los países en 2024** . Es probable que los mayores aumentos se produzcan en Brasil, México y Chile. Y no creemos que el consenso aprecie plenamente hasta qué punto aumentarán los ratios de deuda pública.

**Es difícil ver que las trayectorias de la deuda mejoren en el mediano plazo** . Es probable que las tasas de interés sean más altas que antes de la pandemia. Y es poco probable que las autoridades emprendan los ajustes fiscales necesarios para estabilizar los ratios de deuda. Después de todo, la pandemia parece haber rediseñado la relación entre el Estado y los ciudadanos, con demandas mucho mayores ahora de provisión pública de bienestar social.

**En última instancia, las autoridades de algunos países podrían recurrir a políticas de represión financiera para mejorar la dinámica de la deuda pública** . Brasil es el candidato más obvio para tales medidas. Pero esto tiene el costo de desplazar el crédito del sector privado (y de un crecimiento potencial más débil) y/o de una mayor inflación.

## **América Latina: ¿se avecina otra crisis de deuda?**

Este *Focus* sostiene que es probable que las preocupaciones sobre la deuda soberana en América Latina aumenten a partir de 2024 y que esto plantea riesgos al alza para los rendimientos de los bonos y riesgos a la baja para las monedas de la región.

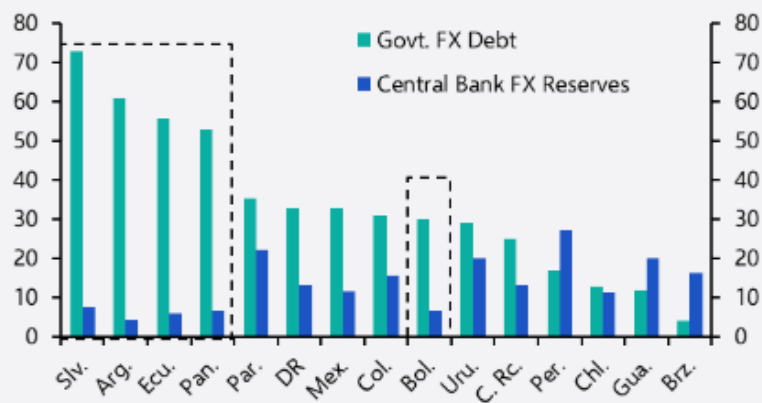
## **(ALGUNOS) IMPAGOS EN EL HORIZONTE**

Los problemas de deuda soberana más inmediatos se encuentran en aquellos países cuyos gobiernos tienen grandes deudas en moneda extranjera que tendrán dificultades

para pagar, ya sea por falta de activos en moneda extranjera o porque están excluidos de los mercados globales de capital (o por ambas).

Dentro de América Latina, **estos problemas son más agudos en Argentina, Bolivia y Ecuador**. La deuda soberana denominada en moneda extranjera es mayor que en otras partes de la región. (En el caso de Ecuador, dado que la economía está dolarizada, toda la deuda está en moneda extranjera). Al mismo tiempo, las reservas de divisas de sus bancos centrales son bajas, lo que significa que el sector oficial tiene recursos limitados para pagar las deudas en moneda extranjera. . (Ver Cuadro 1.)

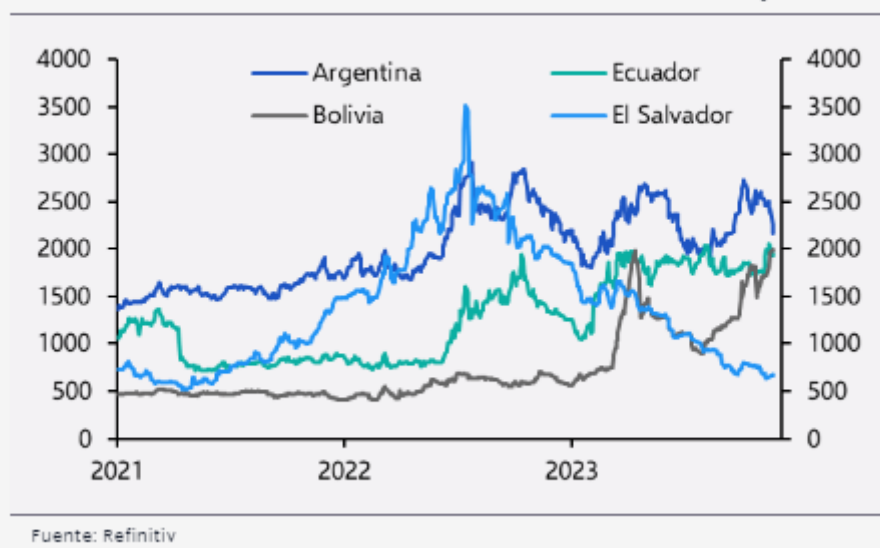
Gráfico 1: Deuda en divisas del gobierno y reservas de divisas de los bancos centrales (% del PIB, último)



Fuentes: FMI, Refinitiv, Capital Economics

Y como sus problemas de deuda son bien conocidos, los costos de endeudamiento en dólares son extremadamente altos. Los diferenciales de los bonos soberanos en dólares sobre los bonos del Tesoro de Estados Unidos superan los 1.000 puntos básicos, un umbral comúnmente utilizado para detectar problemas de deuda soberana. (Ver Gráfico 2.) Esto hace que a sus gobiernos les resulte prohibitivamente caro endeudarse en dólares, por lo que no pueden refinanciar sus deudas y, en cambio, tienen que depender de activos en moneda extranjera (que son insuficientes) para hacer los pagos de la deuda.

Gráfico 2: Diferenciales del EMBI sobre los bonos del Tesoro (pb)

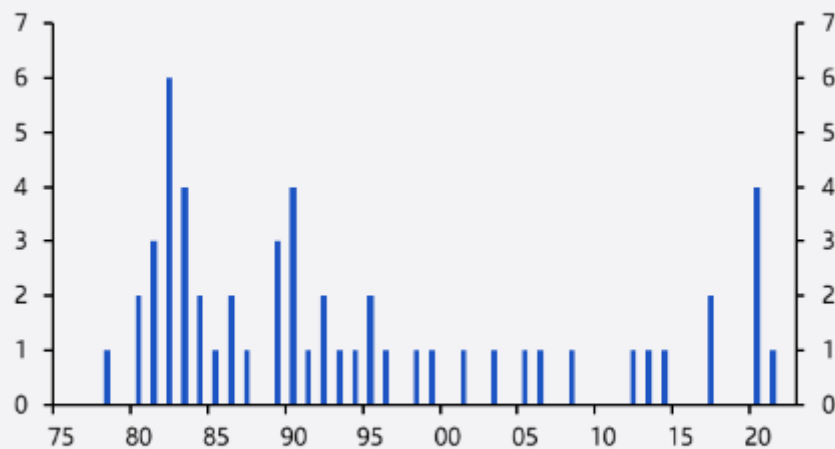


Hemos escrito antes sobre los problemas de deuda de estos países (ver [aquí](#) para Argentina, [aquí](#) para Bolivia y [aquí](#) para Ecuador). No queremos repetir aquí el análisis en profundidad. Pero **la cuestión resumida es que creemos que es más probable que se produzcan impagos soberanos en los tres países**. Si bien es difícil predecir el momento, se avecinan puntos críticos en 2025 y 2026 a medida que aumentan los pagos de la deuda en moneda extranjera.

En el caso de Argentina, el acuerdo del país con el FMI complica las cosas. Los tramos de financiación han ayudado a mantener la cabeza de Argentina a flote durante algún tiempo. Pero creemos que, eventualmente, el Fondo se verá obligado a determinar que la deuda soberana es insostenible, momento en el cual será necesaria una reestructuración antes de que se puedan desembolsar más préstamos.

Si estamos en lo cierto, eso significaría que la incidencia del incumplimiento soberano en la región sería mucho más parecida al período comprendido entre principios de los años 1990 y principios de los años 2000 que a la década de 2010, cuando los incumplimientos se volvieron menos frecuentes. ([Ver Cuadro 3.](#))

Gráfico 3: Número de eventos de incumplimiento soberano en América Latina



Fuentes: FMI, Capital Economics

Además de esos países, otros dos se destacan por las vulnerabilidades que plantean las grandes deudas en moneda extranjera y las limitadas reservas de divisas: El Salvador y Panamá. (Véase nuevamente el Gráfico 1.) En el caso de El Salvador, la mejora de las relaciones con Estados Unidos, así como las recompras de deuda que han mejorado el perfil de pago del soberano, han llevado a una marcada reducción de los costos de endeudamiento. (Vea el Cuadro 2 nuevamente).

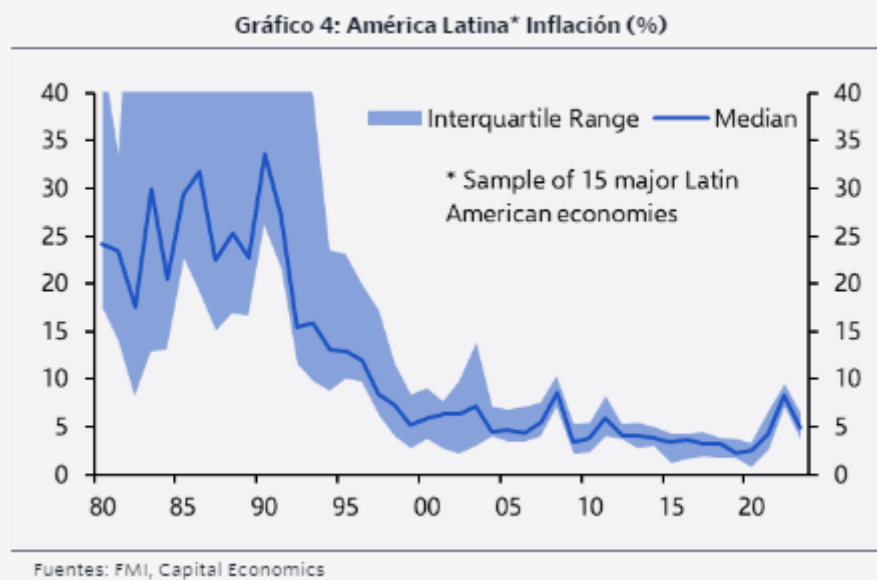
Panamá parece mucho más fuerte. Los costos de endeudamiento en dólares del soberano son relativamente bajos. Esto refleja, entre otras cosas, una postura fiscal estricta, instituciones y políticas creíbles y entradas de divisas fuertes resultantes de la posición del país como centro financiero. El gran riesgo sería que la postura fiscal cambie considerablemente (hacia una política más flexible), empeorando la dinámica de la deuda. [Este riesgo ha aumentado](#) recientemente en el contexto de las protestas contra una nueva e importante concesión minera.

## **PERO LOS RIESGOS DE LA CRISIS DE DEUDA "CLÁSICA" SON LIMITADOS**

Las vulnerabilidades que están empujando a Argentina, Ecuador y Bolivia hacia el default soberano tienen características similares a las que subyacen a la crisis de deuda latinoamericana de la década de 1980: grandes deudas en moneda extranjera y ausencia de entradas de divisas fuertes. Quizás no sea sorprendente que los países mencionados aquí no sean ajenos al default. De hecho, tanto Argentina como Ecuador reestructuraron sus deudas soberanas durante los peores momentos de la pandemia en 2020.

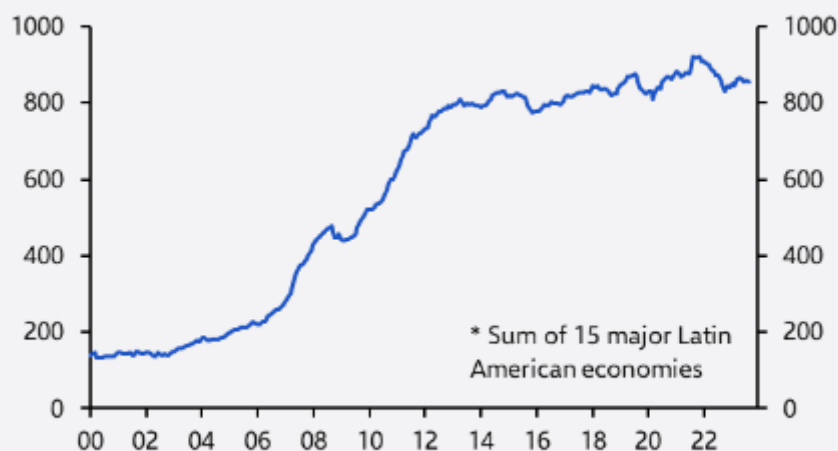
**Pero, afortunadamente, estas vulnerabilidades de la deuda soberana también son ahora comparativamente raras en otras partes de la región**. La formulación de políticas ha mejorado dramáticamente desde los años 1980 y 1990. La mayoría de los países adoptaron tipos de cambio flexibles y actuaron para abordar problemas de

inflación de larga data mediante una política fiscal más estricta, otorgando independencia a los bancos centrales (*de jure* o *de facto*), deteniendo la monetización del déficit y abordando las estructuras institucionales (como los mecanismos de indexación retrospectiva) que permitió que la inflación se propagara. Posteriormente, la inflación ha disminuido drásticamente. [\(Ver Cuadro 4.\)](#)



Las caídas resultantes de la inflación y las tasas de interés, así como la profundización de los mercados financieros internos, permitieron que se emitiera mucha más deuda en monedas locales y a una base de inversionistas locales que es mucho menos probable que los inversionistas extranjeros se asusten cuando el apetito por el riesgo disminuye. Los beneficios de esto se volvieron evidentes durante la pandemia, cuando muchos gobiernos pudieron incurrir en grandes déficits presupuestarios, del 8% al 12% del PIB, y al mismo tiempo disfrutar de bajos costos de endeudamiento. Las autoridades también utilizaron las ganancias inesperadas del auge de las materias primas en la década de 2000 para crear reservas de divisas. [\(Ver Cuadro 5.\)](#)

Gráfico 5: Reservas de divisas de América Latina\* (miles de millones de dólares)

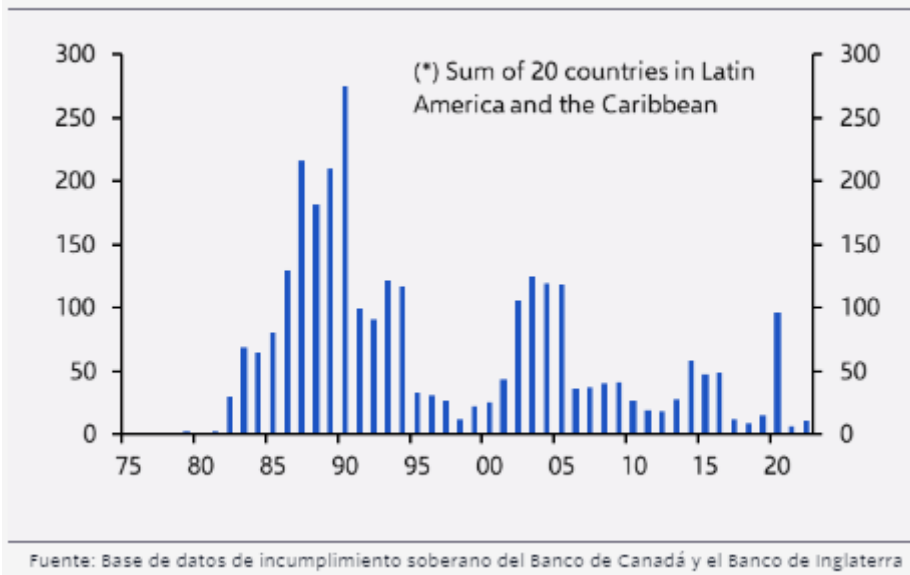


Fuentes: Refinitiv, Capital Economics

**El punto clave es que este cambio dramático en la composición de la deuda pública significa que la naturaleza de los riesgos de la deuda soberana también es muy diferente**. Es poco probable que se produzcan crisis de deuda soberana rápidas y agudas en las que se produzca una evaporación de la confianza que dé lugar a una "detención repentina" de las entradas de capital y culmine en una cesación de pagos. Después de todo, la deuda puede refinanciarse más fácilmente en los mercados locales. Y, en última instancia, el banco central puede imprimir moneda nacional para financiar el déficit. Además, con mucha más deuda interna, los gobiernos estarán mucho menos dispuestos a incumplir sus pagos, ya que el dolor recaería sobre la base de inversionistas locales (en lugar de los acreedores externos), con efectos en cadena sobre la economía interna.

**Por lo tanto, es muy poco probable que se repita lo ocurrido a principios de los años 1980, cuando los gobiernos de la mayoría de los principales países latinoamericanos entraron en default**. Esto ayuda a explicar por qué los impagos soberanos se han vuelto menos frecuentes. (Véase nuevamente el Gráfico 3.) Los datos de la [base de datos de incumplimiento soberano](#) del Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra muestran que el monto de la deuda soberana de la región en incumplimiento está cerca de sus niveles más bajos (en términos de dólares) desde el inicio de la crisis de deuda en la década de 1980. ([Ver Cuadro 6.](#))

Gráfico 6: Deuda soberana latinoamericana\* en default (\$bn)



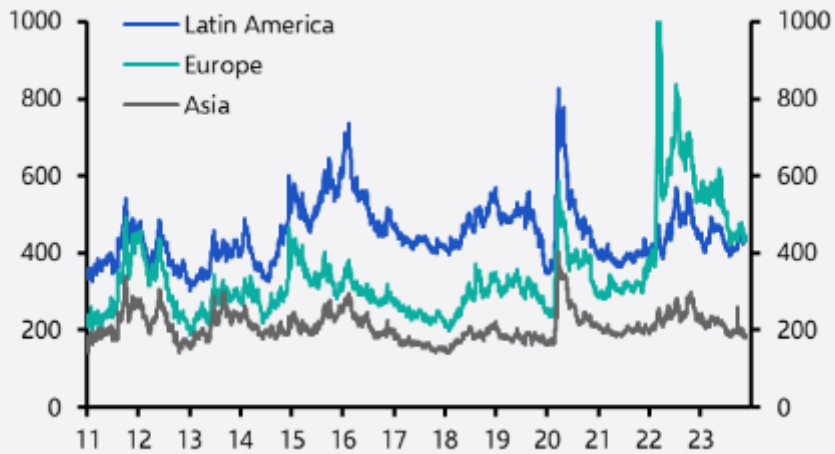
Cuando el problema de la deuda pública es un problema de deuda local, las consecuencias económicas se manifiestan de diferentes maneras. Los inversores exigen una mayor compensación por tener deuda pública, lo que hace que las condiciones financieras se endurezcan y reduce el consumo y la inversión.

### **FUERA DE UNOS POCOS, LAS PREOCUPACIONES SOBRE LA DEUDA SE HAN ALIVIADO.**

Da la casualidad de que, fuera de los países endeudados mencionados anteriormente, las preocupaciones sobre la deuda soberana en la región se han aliviado significativamente en el transcurso de este año. Las medidas de riesgo fiscal, como los swaps de incumplimiento crediticio y los diferenciales de los bonos en dólares, han caído significativamente este año y son bajos en relación con sus niveles recientes. (Ver gráficos 7 y 8.)



Gráfico 7: Diferenciales del EMBI de JP Morgan sobre los bonos del Tesoro de EE.UU. (pb)



Fuente: Refinitiv

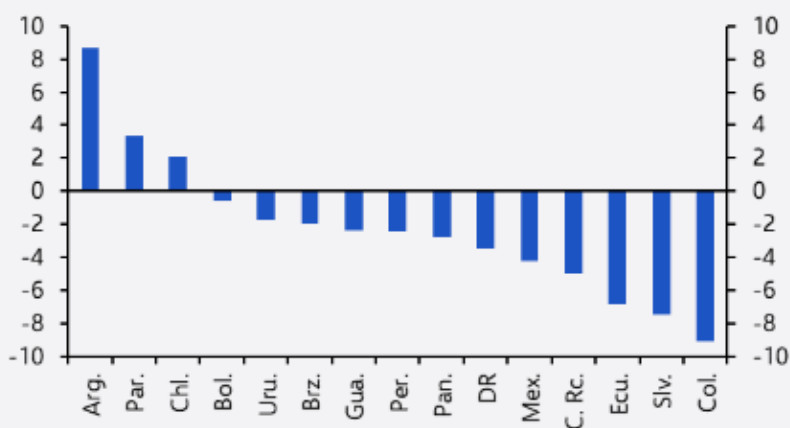
Gráfico 8: América Latina\* \$ CDS Premia (pb)



Fuentes: Refinitiv, Capital Economics

Esto parece reflejar una combinación de factores, incluido un crecimiento económico sorprendentemente resiliente en gran parte de la región, la moderación fiscal por parte de gobiernos de izquierda (por ejemplo, Lula en Brasil y Petro en Colombia) y, posiblemente lo más importante, las disminuciones de la deuda pública. -Ratios del PIB en casi todos los países de la región durante los últimos años (con una excepción muy clara que es Argentina). (Ver Cuadro 9.)

Gráfico 9: Cambio en la relación deuda pública/PIB (% de puntos, 2021-23, estimaciones del FMI)



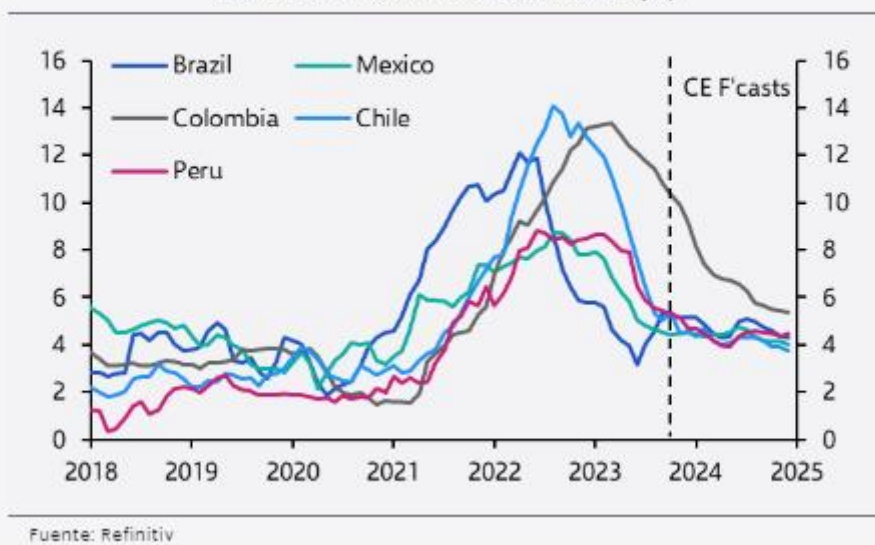
Fuentes: FMI, Capital Economics

Para ser justos, la caída de las primas de riesgo no es sólo un fenómeno latinoamericano: se han reducido en muchos mercados emergentes durante el año pasado. Pero, como se explicará en la siguiente sección, **esta sensación de calma en torno al panorama fiscal está menos justificada en América Latina en comparación con otras regiones de mercados emergentes.**

## LOS RATIOS DE ENDEUDAMIENTO AUMENTARÁN NUEVAMENTE

Por un lado, los ratios deuda pública/PIB son muy altos en algunas economías latinoamericanas, particularmente en Brasil y Argentina. **Pero lo más importante es que los factores que afectan la dinámica de la deuda –que ayudaron a reducir los ratios de deuda pública en América Latina en 2022 y este año– se están volviendo rápidamente desfavorables**. Uno crucial es el shock inflacionario. En la mayoría de los países principales, la inflación ya ha disminuido considerablemente y es poco probable que caiga mucho más. ([Ver Cuadro 10.](#))

Gráfico 10: Inflación de América Latina (%)



Para comprender por qué esto es importante para las finanzas públicas, es útil desglosar los factores que afectan los movimientos de la relación deuda pública/PIB en sus componentes: el saldo presupuestario primario (es decir, el saldo presupuestario excluyendo el pago de intereses); y el diferencial entre la tasa de interés promedio de la deuda pública y el crecimiento del PIB (el llamado “rg”). Si este diferencial entre tasa de interés y crecimiento es positivo, el gobierno necesita tener un superávit presupuestario primario para evitar que aumente la relación deuda pública/PIB. (Para obtener más información, consulte nuestro [Enfoque de economía global](#) ).

El shock inflacionario ayudó a las posiciones fiscales de varias maneras. En primer lugar, mejoró la dinámica de la deuda soberana al elevar el crecimiento del PIB nominal (y en mayor medida que las tasas de interés). Y en segundo lugar, una mayor inflación ayudó a mejorar los saldos presupuestarios primarios. Esto se debe en parte a que el shock inflacionario fue impulsado por los mayores precios de las materias primas, que elevaron los ingresos fiscales de muchos gobiernos de la región. Pero también se debe a que los ingresos (que están más estrechamente vinculados a la inflación) aumentaron a un ritmo más rápido que los gastos (cuyos planes pueden haberse basado en tasas de inflación anticipadas más bajas o en inflación previa).

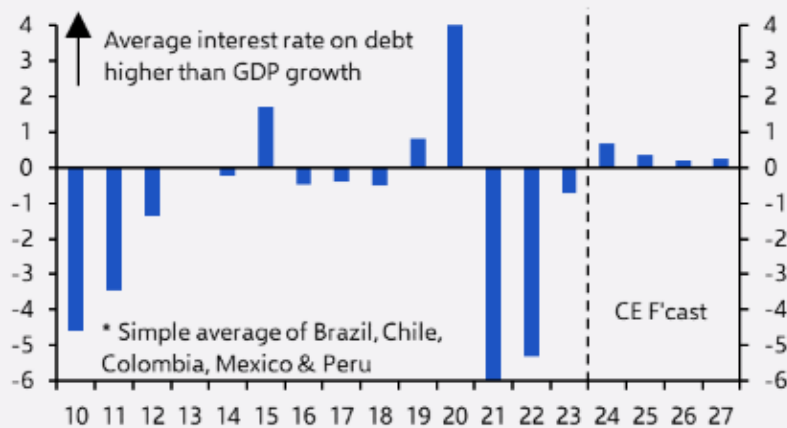
Con la caída de la inflación, es probable que esas fuerzas se reviertan. Es probable que el crecimiento de los ingresos se desacelere en consonancia con una inflación más débil. Pero será más difícil reducir el crecimiento del gasto, sobre todo porque parte del gasto estará vinculado a la inflación pasada. Esto afectará los saldos presupuestarios primarios. De hecho, datos oportunos muestran que los déficits presupuestarios primarios en Brasil y México ya se han deteriorado este año.

**Para complicar las cosas, algunos gobiernos de la región están adoptando una postura fiscal más flexible** . Esto es particularmente cierto en el caso de [México](#) , donde el gobierno ha anunciado una donación preelectoral. En otros lugares, los

organismos de control fiscal en Colombia y Perú han advertido que los gobiernos tendrán dificultades para cumplir con las reglas fiscales. Y el gobierno de Brasil ya parece estar dispuesto a suavizar su nueva regla fiscal.

**Es más, a partir del próximo año, es probable que la tasa de interés promedio de la deuda pública supere el crecimiento del PIB nominal en algunos países.** En otras palabras, rg será positivo, después de haber sido negativo desde 2021. (Ver el Gráfico 11, que muestra nuestras estimaciones del diferencial promedio de tasa de interés-crecimiento de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

Gráfico 11: Estimación CE de América Latina\* Diferencial de tasa de interés-crecimiento (%-pts)



Fuentes: Refinitiv, Capital Economics

Esto surgirá porque, aunque los bancos centrales de la región están recortando o recortarán las tasas de interés y es probable que los rendimientos de los bonos caigan el próximo año, el crecimiento del PIB nominal disminuirá aún más. La disminución del crecimiento del PIB nominal se debe en parte a que la inflación será menor en promedio el próximo año que este año (aunque la desinflación en gran medida ha seguido su curso), lo que reducirá el aumento del deflactor del PIB. Pero también se debe a que el crecimiento del PIB *real* se desacelerará. Explicaremos esto con más detalle en nuestra próxima [Perspectiva de América Latina](#) en las próximas semanas. En resumen, es probable que el crecimiento del PIB en América Latina sea significativamente más débil el próximo año que este año y también más débil que en cualquier otra región de los mercados emergentes.

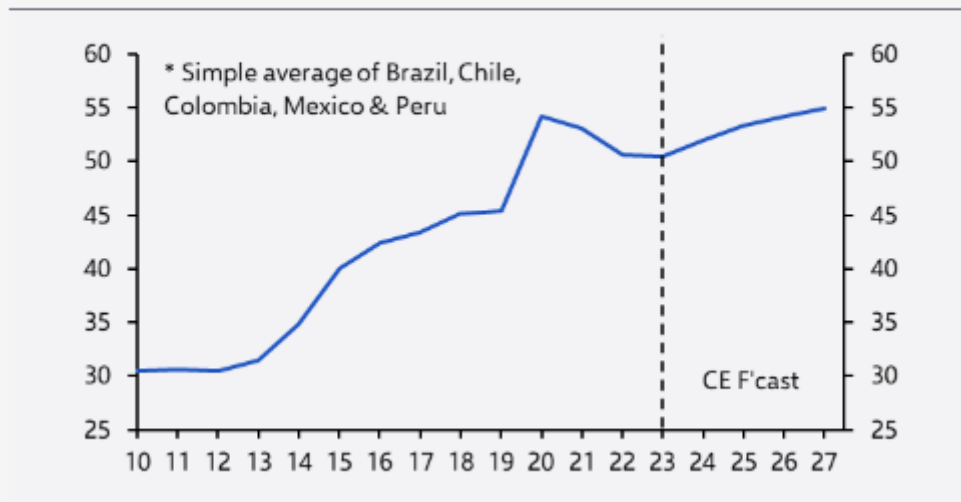
A nivel de país, el diferencial entre tasa de interés y crecimiento será mayor en Brasil (para más información sobre este caso, consulte [aquí](#)), seguido de México y Colombia. En este sentido, América Latina es un caso atípico. Según las estimaciones del FMI en su [Monitor Fiscal](#), es probable que este diferencial sea negativo en la mayoría de los mercados emergentes (siendo [Sudáfrica](#) una excepción notable).

Y, en todo caso, la realidad puede terminar siendo peor para América Latina de lo que implica el Gráfico 12. Como argumentamos en nuestro [reciente proyecto emblemático](#)

sobre  $r^*$  (la tasa de interés real neutral), la era de las bajas tasas de interés en los mercados desarrollados ha llegado a su fin. Las tasas de interés, en el mediano plazo, serán más altas de lo que la mayoría espera. Y las tasas de interés más altas en los mercados desarrollados probablemente también mantendrán las tasas de interés más altas en [la mayoría de los mercados emergentes](#) .

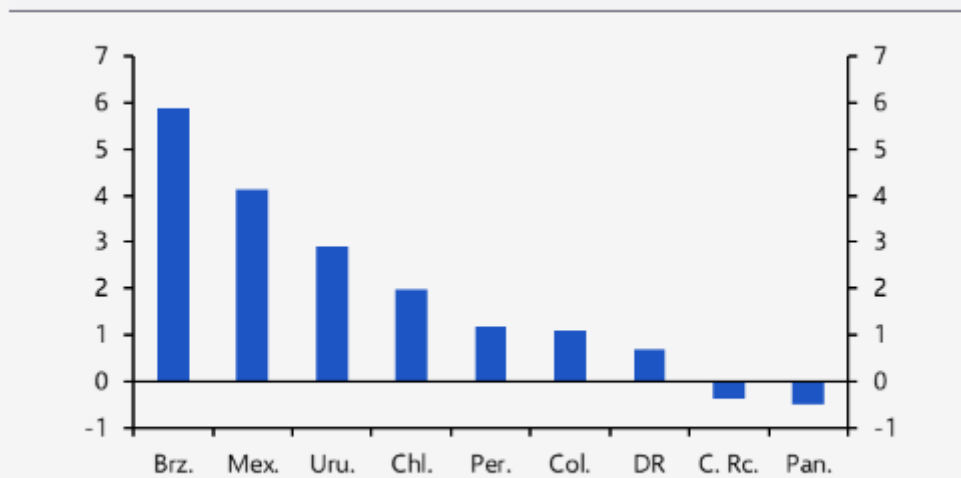
**El resultado neto es que la relación deuda soberana/PIB comenzará a aumentar nuevamente a partir de 2024** , en gran medida en línea con la tendencia anterior a la pandemia. ([Véase el gráfico 12.](#)) Es probable que los mayores aumentos se produzcan en Brasil, Chile, México y Uruguay. ([Véase el gráfico 13.](#)) Es probable que los aumentos en otros lugares sean más modestos, y los ratios de deuda pueden incluso caer [en Costa Rica](#) y Panamá debido a una política fiscal estricta en el primero y tasas de interés más bajas en el segundo.

Gráfico 12: Deuda Pública de América Latina\* (% del PIB)



Fuentes: Refinitiv, Capital Economics

Gráfico 13: Cambio de Gobierno. Ratios deuda/PIB (2023-25, CE F'cast, %-pts del PIB)

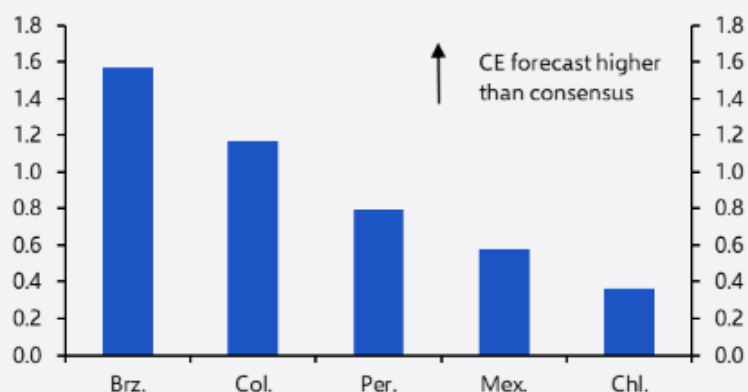


Fuentes: Refinitiv, Capital Economics

## LAS TRAYECTORIAS CRECIENTES DE LA DEUDA AÚN NO SE HAN TENIDO PLENAMENTE EN CUENTA

Aunque es difícil de medir, creemos que los inversores no aprecian plenamente el próximo aumento de las trayectorias de la deuda pública. Nuestras previsiones sobre la relación deuda soberana/PIB en las economías latinoamericanas más grandes para 2025 son más altas que las últimas proyecciones del consenso de analistas. ([Ver Cuadro 14.](#))

Gráfico 14: Gobierno. Ratios deuda/PIB (diferencia entre las previsiones CE y del consenso para 2025, %-pts)

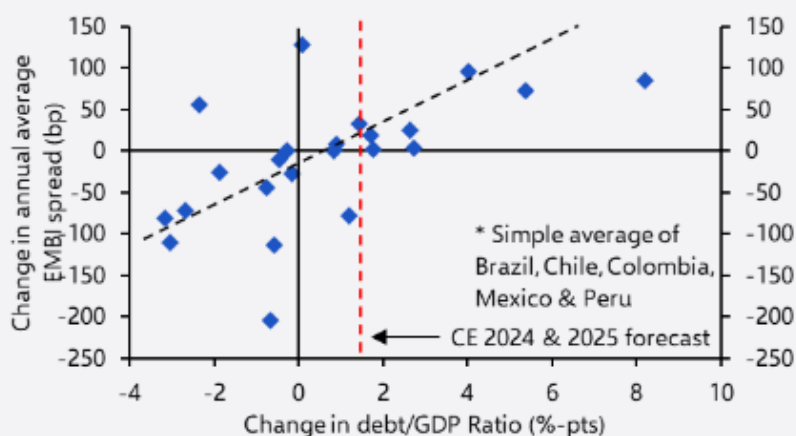


Fuentes: FocusEconomics, BCB, Capital Economics

Teniendo en cuenta esto –y la disminución de las primas de riesgo fiscal durante el año pasado–, parece probable que los mercados financieros tampoco tengan plenamente en cuenta el aumento de los ratios deuda/PIB.

Históricamente, ha habido una relación razonable (aunque no definitiva) entre la variación anual de la relación deuda pública/PIB de las grandes economías latinoamericanas y la variación de los diferenciales de sus bonos soberanos en dólares. ([Ver Cuadro 15.](#))

Gráfico 15: Variación interanual en América Latina\* Ratio de deuda pública y diferencial del EMBI



Fuentes: FocusEconomics, BCB, Capital Economics

Utilizando esa relación pasada, el aumento de los ratios de deuda que anticipamos (con un promedio de 1,5% del PIB al año) es consistente con un aumento en los diferenciales de los bonos en dólares de alrededor de 25 puntos básicos al año. Esos movimientos son relativamente pequeños, y nuestra opinión central sigue siendo que [los factores globales](#), incluida la mejora del apetito por el riesgo, serán el factor clave de los diferenciales de los bonos en dólares de los mercados emergentes.

Pero si bien el aumento de los ratios de deuda puede ser un problema candente y lento, cuando los mercados se ponen nerviosos acerca de la sostenibilidad de la deuda, esto puede desencadenar un círculo vicioso en el que las preocupaciones fiscales elevan la prima por plazo incluida en la tasa de interés de la deuda pública, lo que aumenta los costos del servicio de la deuda. empeora la dinámica de la deuda y alimenta aún más las preocupaciones de los inversores. Y vale la pena tener en cuenta que es probable que los inversores sean mucho menos indulgentes con las elevadas cargas de deuda en las economías latinoamericanas que en los mercados desarrollados.

Debido a esta dinámica, los rendimientos de los bonos pueden aumentar drásticamente. Por ejemplo, cuando los problemas de deuda pública de Brasil estallaron en 2015, los rendimientos de los bonos en moneda local se dispararon dramáticamente, entre 300 y 400 puntos básicos en el espacio de unos pocos meses. ([Véase el gráfico 16.](#)) Fue necesario un cambio de presidencia y el establecimiento de una regla fiscal para calmar los nervios de los inversores y hacer bajar los rendimientos de los bonos.

Gráfico 16: Rendimientos de los bonos gubernamentales en moneda local de Brasil (%)



Fuente: Refinitiv

Las primas de riesgo más altas tendrán efectos en cadena. **Harán más difícil atraer entradas de capital extranjero, ejerciendo cierta presión sobre las monedas de la región.** A su vez, eso puede limitar la escala en la que los bancos centrales pueden flexibilizar la política monetaria. Esto es particularmente cierto en el caso de Brasil, cuyo banco central es el más explícito en términos de tener en cuenta los riesgos fiscales en sus decisiones de política monetaria. Nuestros pronósticos de tasas de interés para la región son generalmente optimistas en relación con las expectativas de los analistas. En todo caso, este análisis sugeriría que los riesgos son alcistas.

### ¿CUÁL ES LA SALIDA?

Es difícil ver que la dinámica pública mejore en el corto plazo. El crecimiento potencial del PIB en la región sigue siendo débil (ver [aquí](#), por ejemplo, el caso de Brasil). Pero, como se mencionó anteriormente, es probable que las tasas de interés se mantengan relativamente altas. Por tanto, **los diferenciales entre tipos de interés y crecimiento seguirán siendo desfavorables.**

Es poco probable que los gobiernos emprendan una austeridad fiscal significativa para detener el deterioro de sus posiciones presupuestarias. Es cierto que el reciente giro político hacia la izquierda en la región puede haber llegado a su fin. Por ejemplo, [los ecuatorianos](#) y [argentinos](#) votaron recientemente por presidentes de derecha. El fuerte desempeño de los partidos de derecha en las elecciones para miembros de la [convención constitucional de Chile](#) también indica que los vientos políticos soplan en esa dirección allí.

No obstante, la pandemia parece haber consolidado un par de tendencias políticas amplias. Uno es un cambio hacia una formulación de políticas más populista. El otro es un [cambio en la relación](#) entre el Estado y los ciudadanos y, en particular, la necesidad de una mayor provisión estatal de bienestar social. Esto fue evidente incluso bajo



gobiernos de derecha, como los liderados por Piñera en Chile y Bolsonaro en Brasil, inmediatamente después de la pandemia.

Además, la magnitud del ajuste fiscal necesario para estabilizar los ratios de deuda hace que parezca políticamente desagradable. Según nuestras estimaciones, se necesitaría una contracción fiscal de entre el 1,0 % y el 2,5 % del PIB para detener el aumento de los ratios de deuda para 2025 en Brasil, Chile, Colombia y México.

La cuestión resumida, entonces, **es que creemos que habrá un apetito político limitado por el tipo de austeridad fiscal necesaria para estabilizar los ratios deuda/PIB.**

Entonces, ¿qué opciones deja eso? Como se mencionó anteriormente, el impago no es una opción dado el daño que causaría a la economía nacional. Una excepción parcial es que el debilitamiento de la dinámica de la deuda pública puede hacer que el gobierno de México sea más propenso a permitir que la petrolera estatal [Pemex](#) incumpla con sus deudas.

**En cambio, creemos que es más probable que los responsables de las políticas recurran a políticas de 'represión financiera'**, es decir, políticas que reducen artificialmente la tasa de interés real de la deuda pública y mejoran la dinámica de la deuda soberana. Estas políticas pueden adoptar muchas formas, pero las más comunes incluyen:

- Presión (formal o informal) sobre el banco central para que mantenga las tasas de interés por debajo de lo necesario para cumplir su objetivo de inflación (la llamada “dominancia fiscal”).
- Medidas que alienten al sector bancario comercial a tener más deuda, ya sea a través de medidas regulatorias o influenciando a los bancos estatales.

Creemos que tales políticas son más probables en Brasil, en parte porque la dinámica de la deuda es peor, pero también porque el Estado tiene una presencia relativamente grande en el sector bancario. Tales políticas parecen menos probables en Chile, donde el ratio de deuda comienza desde un lugar mucho más bajo.

**Pero si bien estas políticas ayudan a mejorar la dinámica fiscal, también conllevan efectos económicos perniciosos**. Si el banco central mantiene las tasas de interés demasiado bajas, eso alimentará la inflación. Potencialmente, podría conducir a mayores déficits de cuenta corriente y monedas más débiles. Si los bancos comerciales intervinieran para financiar al gobierno, eso no tendría el mismo efecto inflacionario. Pero los préstamos de los bancos al gobierno se producirían a costa de los préstamos al sector privado, lo que daría como resultado una mala asignación de recursos y un crecimiento potencial del PIB más débil.

[https://www.capitaleconomics.com/publications/latin-america-economics-focus/latin-america-another-debt-crisis-brewing?utm\\_source=Sailthru&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=Regular%20Report-fe46c3b2-ee92-4df6-bb9e-9f241c6fc3df&utm\\_term=Regular%20Report-fe46c3b2-ee92-4df6-bb9e-9f241c6fc3df](https://www.capitaleconomics.com/publications/latin-america-economics-focus/latin-america-another-debt-crisis-brewing?utm_source=Sailthru&utm_medium=email&utm_campaign=Regular%20Report-fe46c3b2-ee92-4df6-bb9e-9f241c6fc3df&utm_term=Regular%20Report-fe46c3b2-ee92-4df6-bb9e-9f241c6fc3df)